



Geopolítica y mercados: escenarios y riesgos en el nuevo contexto global

II Foro Económico Financiero - 24 de abril de 2026

José Ramón Díez Guijarro



- ▶ El impacto del conflicto con Irán dependerá de la **duración y el alcance geográfico de las tensiones**. La respuesta de Irán -ampliando el radio del conflicto, cerrando de facto el flujo marítimo en Ormuz y amenazando infraestructuras energéticas de países limítrofes- provoca importantes tensiones a corto plazo a expensas del resultado de la tregua.
- ▶ Irán es el cuarto mayor productor de crudo de la OPEP (con 3,3 millones barriles al día y un 3,3% de la producción mundial). Aunque la OPEP ha anunciado aumentos de producción a partir de abril (+206mb/d), Irán tiene control estratégico del Estrecho de Ormuz, por donde pasan el 20% de los flujos comerciales marítimos de energía mundial.
- ▶ A mediados de abril hay **8 millones menos de barriles en el mercado de petróleo** (8% de la oferta). Lo que pone de manifiesto la importancia de la geografía. El **efecto sobre crecimiento será asimétrico**, Asia será la región más afectada negativamente.
- ▶ Las subidas de los precios del petróleo y, especialmente, del gas natural, ponen de manifiesto la sensibilidad y capacidad disruptiva del **canal energético**, pese a la holgura existente en el mercado antes del inicio del conflicto. Una segunda derivada es la interacción del shock energético con el **canal comercial**, pues el obligado desvío de las rutas marítimas por el cabo de Buena Esperanza y el aumento del precio de los seguros (12 veces más en el caso de petroleros que cruzan Ormuz) redundará en un incremento de los costes de transporte y nuevas distorsiones en las cadenas de valor, ya tocadas por el ruido arancelario y la fragmentación del comercio. En una coyuntura en la que el aumento generalizado de la **incertidumbre** se puede trasladar al **canal financiero**.
- ▶ Las claves son: i) **duración del conflicto** y, por tanto, de las tensiones en el mercado energético, ii) **estrategia del nuevo núcleo dirigente** iraní, iii) **capacidad de Irán de dañar estructuralmente la infraestructura energética de la región**, mantener las interrupciones en Ormuz (“tanker war”) y extender el conflicto teniendo en cuenta la delicada situación económica del país, y, iv) **respuestas de las autoridades monetarias** para aislar el canal financiero, ante un potencial aumento de la incertidumbre y de las expectativas de inflación.
- ▶ La buena marcha de la economía española nos llevó en febrero a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2026 en 0,3 p.p, hasta el 2,4%. El estallido de la guerra en Oriente Medio acentúa los riesgos a la baja.
- ▶ La **sensibilidad estimada del PIB de España** para un aumento de los precios del crudo de +10\$/b es de -0,15 p.p de PIB, y para +10€ del precio del gas de -0,10 p.p de PIB. Con los futuros actuales, el impacto sobre el crecimiento del PIB en España sería de 0,4 p.p. (desde nuestra previsión actual del 2,4% supondría rebajar al 2%). Inflación en Europa puede subir al 2,8% (3% España teniendo en cuenta plan fiscal) con máximos del 3,5% (4% España). Un shock de precios mucho mayor que el actual nos llevaría a estanflación.
- ▶ **Variables clave:** i) Expectativas de inflación, ii) precios del galón de gasolina en EEUU, iii) comportamiento de la parte larga de la curva en EE.UU. (5% como zona de emergencia para el bono a 30 años USA), iv) encuestas mid term USA.

- ▶ **Panorama reciente:** Se anuncia una tregua por dos semanas entre Estados Unidos e Irán, que no incluye el frente entre Israel y Hezbolá en el Líbano, por lo que la situación sigue siendo inestable y volátil. La tregua permite una reapertura gradual del Estrecho de Ormuz, después de un periodo de graves interrupción (podía haber provocado pérdida de unos 12 mbd de crudo). Los ataques han causado daños relevantes en infraestructuras energéticas clave en la región. Los hutíes de Yemen han entrado en el conflicto y aumentan los riesgos de interrupciones en la navegación por el mar Rojo. A corto plazo, el principal hito será la posible extensión o ruptura de la tregua y la evolución del frente libanés. La reunión de Trump y Xi se retrasa al 14-15 de mayo.

CANALES DE TRANSMISIÓN CLAVE

Energía



- ▶ **Precios del petróleo y del gas:**
 - Oriente Medio representa ≈30% de la producción mundial de crudo y ≈18% de la producción mundial de gas (Qatar ~4%).
- ▶ **Fertilizantes:** El gas es insumo clave y dificultades técnicas para trasladar la producción.
- ▶ **Otros:** Helio, aluminio, productos químicos,
- ▶ **Riesgos:** ataques a instalaciones, cierre del estrecho de Ormuz, disrupciones en la industria.

Comercio



- ▶ **Cuellos de botella:**
 - Estrecho de Ormuz: ≈20% flujos de petróleo y gas, 30% de fertilizantes
 - Bab-el-Mandeb: 12% comercio marítimo mundial
- ▶ **Transporte;** Repuntes en costes fletes y primas de seguros
- ▶ **Tráfico aéreo / carga:** los países del Golfo representan ≈10% del tráfico aéreo mundial.
- ▶ **Riesgos:** ceses prolongados flujos comerciales, disrupción de hubs logísticos clave.

Incertidumbre y condiciones financieras



- ▶ **Incertidumbre:**
 - Volatilidad mercados financ.
 - Aumento primas de riesgo
- ▶ **Confianza de los consumidores/empresas:**
 - Retrasos decisiones de consumo e inversión
- ▶ **Endurecimiento de las condiciones macrofinancieras:**
 - Tipos de interés más altos.

Política fiscal



- ▶ **Estabilizadores automáticos / focalizar políticas:** Mitigación mayores shocks
- ▶ **Riesgos:** Deterioro saldos fiscales

Variable clave: duración del conflicto



- ▶ **Duración del conflicto.** La intensidad y amplitud del impacto macroeconómico dependerán de la duración del conflicto y de la credibilidad de un eventual alto el fuego. Los mercados siguen descontando un conflicto relativamente corto.
- ▶ Factores que podrían aumentar la probabilidad de un conflicto más prolongado:
 - ▶ Status quo en Irán: sin cambios en el liderazgo, éxito de la “guerra asimétrica”
 - ▶ Objetivos militares de EE. UU. e Israel indefinidos o divergentes;
 - ▶ Demandas maximalistas para un alto el fuego: cambio de régimen (Irán) o retirada de bases del Golfo (EE. UU.), escasa implicación de potencias regionales (+ China/Rusia)
 - ▶ Extensión del conflicto: respuesta de países del Golfo y posible implicación de actores proxy (Hezbolá, hutíes, células de ISIS, etc.).
- ▶ Factores que podrían reducir la probabilidad de un conflicto más prolongado:
 - ▶ Elecciones *Midterm* (EE.UU.): el deterioro de la asequibilidad y una intervención militar impopular aumentan la probabilidad de que los demócratas recuperen el control del Congreso
 - ▶ Protestas / debilitamiento del liderazgo y graves daños a infraestructuras (Irán)
 - ▶ Coste económico del conflicto.
- ▶ **Principales riesgos.**
 - ▶ Ormuz: interrupciones persistentes de los flujos y mayor riesgo de nuevos ataques
 - ▶ Alto el fuego débil: garantías de seguridad limitadas o disputas no resueltas, con elevada probabilidad de rebotes del conflicto
 - ▶ Irán: debilitamiento del liderazgo que podría derivar en una transición desordenada
 - ▶ EE. UU.: daños a largo plazo en las alianzas regionales y posición internacional.
 - ▶ Más tiempo del esperado en recuperar la capacidad productiva y logística que la región tenía antes del estallido de la guerra

Producción de crudo, 2024

Millones de barriles por día

	Producción	Consumo
EE.UU.	20,135	18,995
Arabia Saudí	10,856	3,959
Rusia	10,752	3,846
Canadá	5,888	2,333
Irán	5,062	1,953
Iraq	4,398	0,925
China	4,264	16,374
EAU	4,006	1,183
Brasil	3,466	2,575
Kuwait	2,719	0,519
Resto mundo	25,346	48,756
TOTAL	96,890	101,418

Producción de gas, 2024

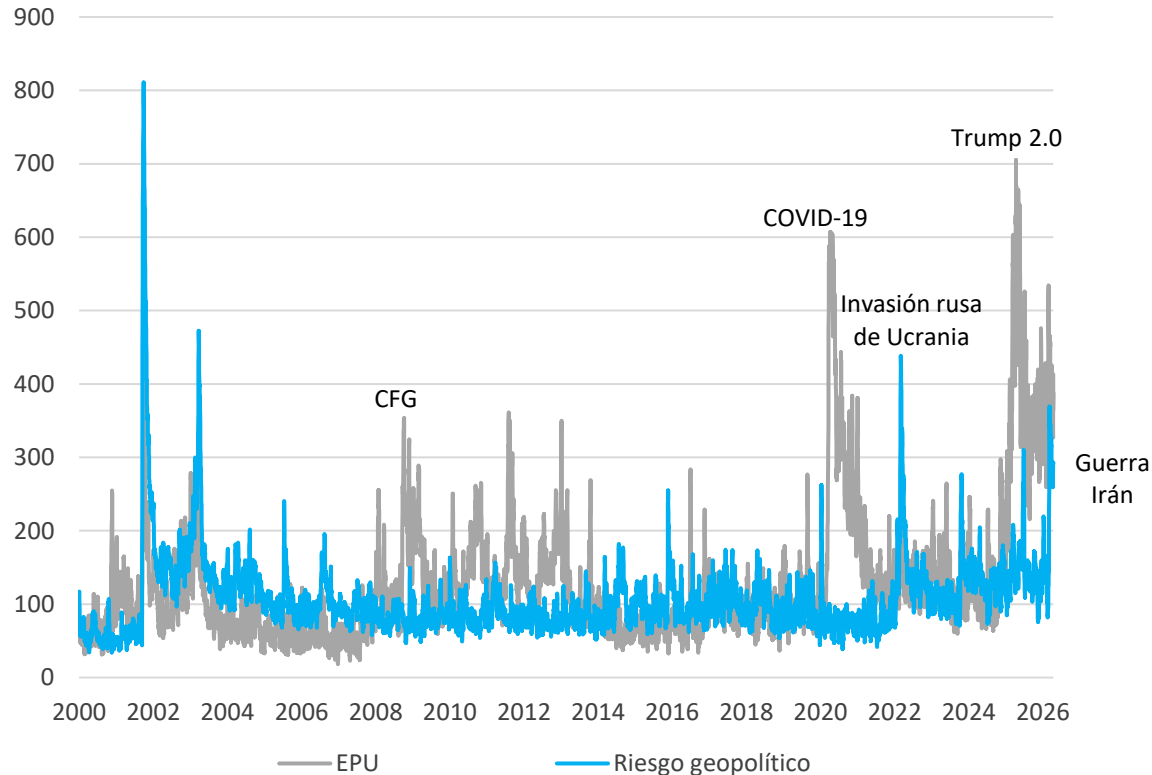
Miles de millones de m³

	Producción	Consumo
EE. UU.	1033,0	902,2
Rusia	629,9	477,0
Irán	262,9	245,4
China	248,4	434,4
Canadá	194,2	128,5
Catar	179,5	46,5
Australia	150,1	37,0
Arabia Saudí	121,5	121,5
Noruega	113,2	3,4
Argelia	94,7	50,5
Resto mundo	1097,1	1681,4
TOTAL	4124,5	4127,8

Aumento de la incertidumbre y la volatilidad en los mercados

Incertidumbre y riesgo geopolítico

Índice (frecuencia en prensa de términos relacionados con la incertidumbre económica y comercial y el riesgo geopolítico)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de (<https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm#overview>), (https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

EPU: Índice de Incertidumbre de la Política Económica

Mercados: cotizaciones pre- y post- bombardeos

	27/02/2026	17/04/2026	Variación*
Bolsas			
S&P 500	6879	7041	2.4
Stoxx EUR 600	634	616	-2.7
Alemania	25284	24182	-4.4
Francia	8581	8279	-3.5
Italia	47210	48165	2.0
España	18361	18094	-1.5
Portugal	9276	9237	-0.4
Tipos de interés			
EEUU 10Y	4.61	4.93	32
EEUU 2Y	3.94	4.31	37
Fed - futuro dic.-26	3.37	3.77	40
Alemania 10Y	3.03	3.55	52
Alemania 2Y	2.64	3.04	39
BCE - futuro dic.-26	2.00	2.53	53
Primas de riesgo (10Y)			
Francia	57	64	7
Italia	63	77	15
España	42	45	3
Portugal	36	40	4
Divisas			
Dólares por euro	1.18	1.18	-0.3
Dólares por libra	1.35	1.35	0.3
Yenes por dólar	156.05	159.37	2.1
Franco suizo por dólar	0.77	0.78	1.8
Dólar (cesta DXY)	97.61	98.24	0.6

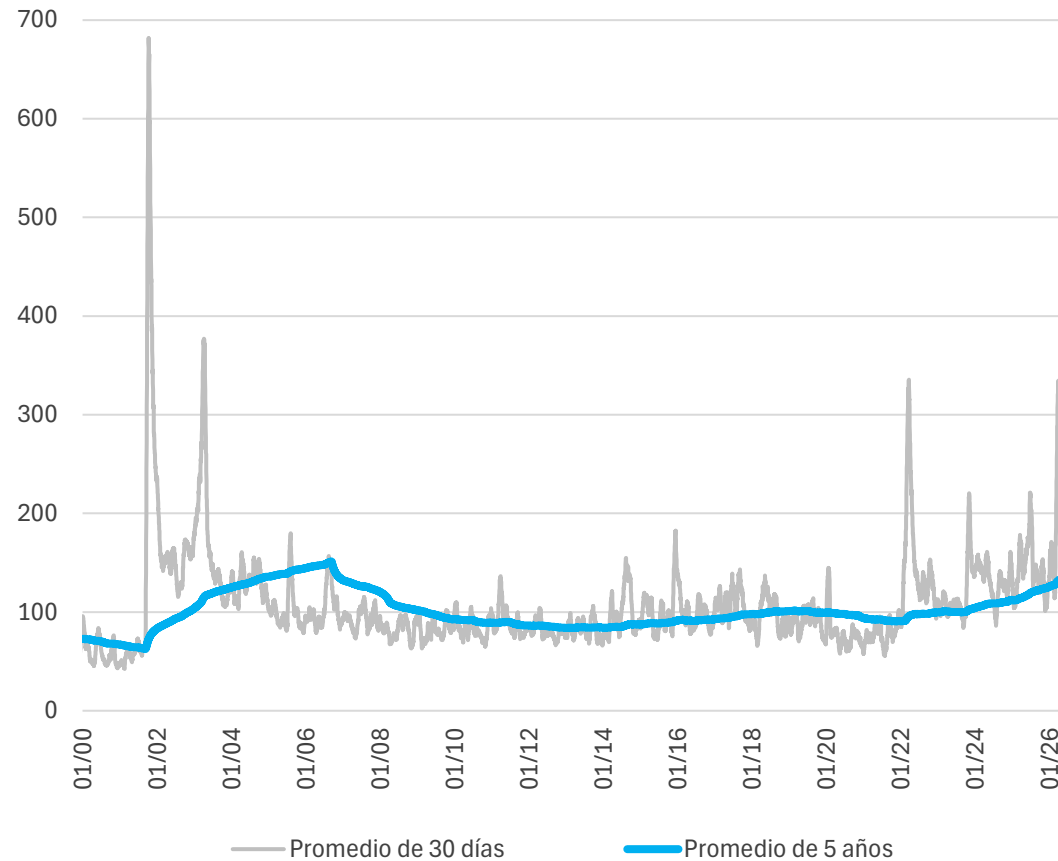
Nota: *Variación en % para bolsas y divisas, p. p. para tipos de interés y p. b. para primas de riesgo. Datos del 17/04 para la apertura de la sesión (09:15 horas).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Repunte del riesgo geopolítico, desplome del tráfico por Ormuz

Índice de riesgo geopolítico

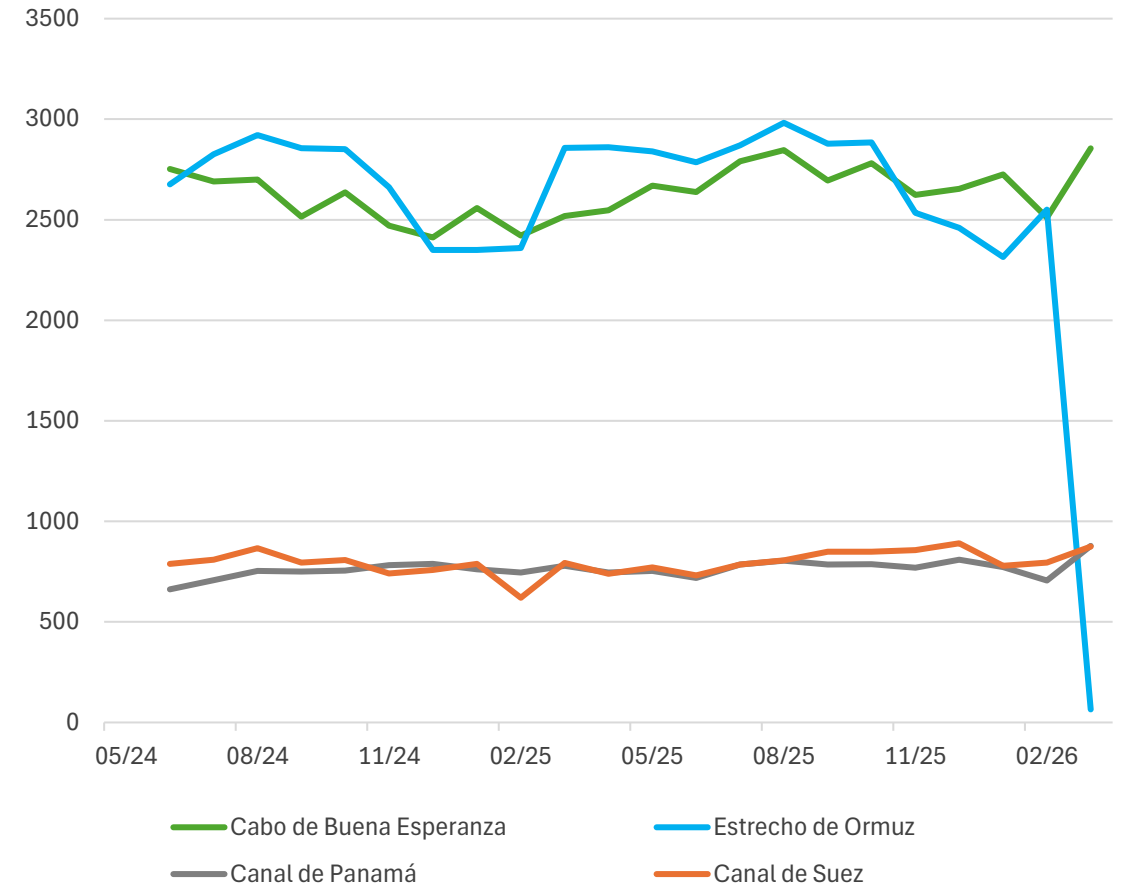
Índice (frecuencia en prensa de términos relacionados con la incertidumbre económica y comercial y el riesgo geopolítico, base 100 = promedio 1985-2019)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Policy Uncertainty (<https://www.matteiacoviello.com/tpu.htm#overview>, y https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

Tráfico de buques por las principales vías marítimas

Número de buques



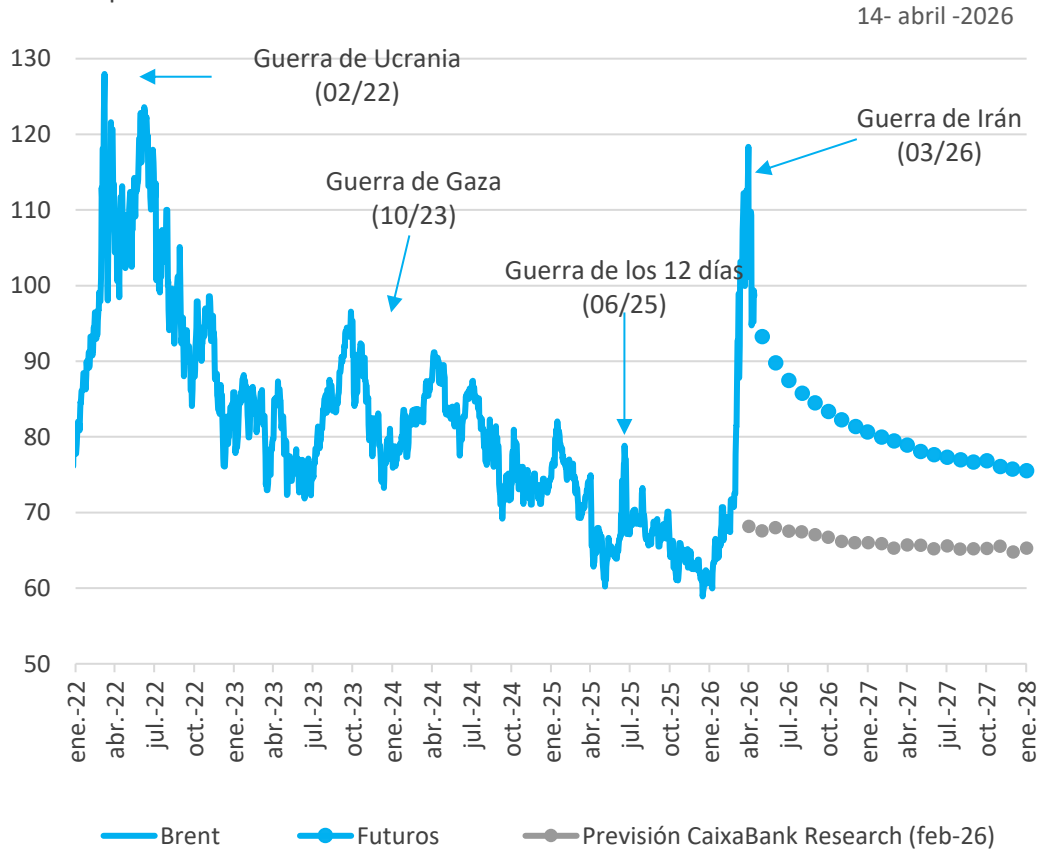
Nota: Se utilizan datos mensuales de tráfico de buques por 4 principales puntos críticos ("chokepoints") para el tráfico marítimo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Fuertes subidas y volatilidad en el precio del crudo; la reacción del gas ha sido mucho más moderada que en la guerra en Ucrania

Precio del petróleo Brent

Dólares por barril

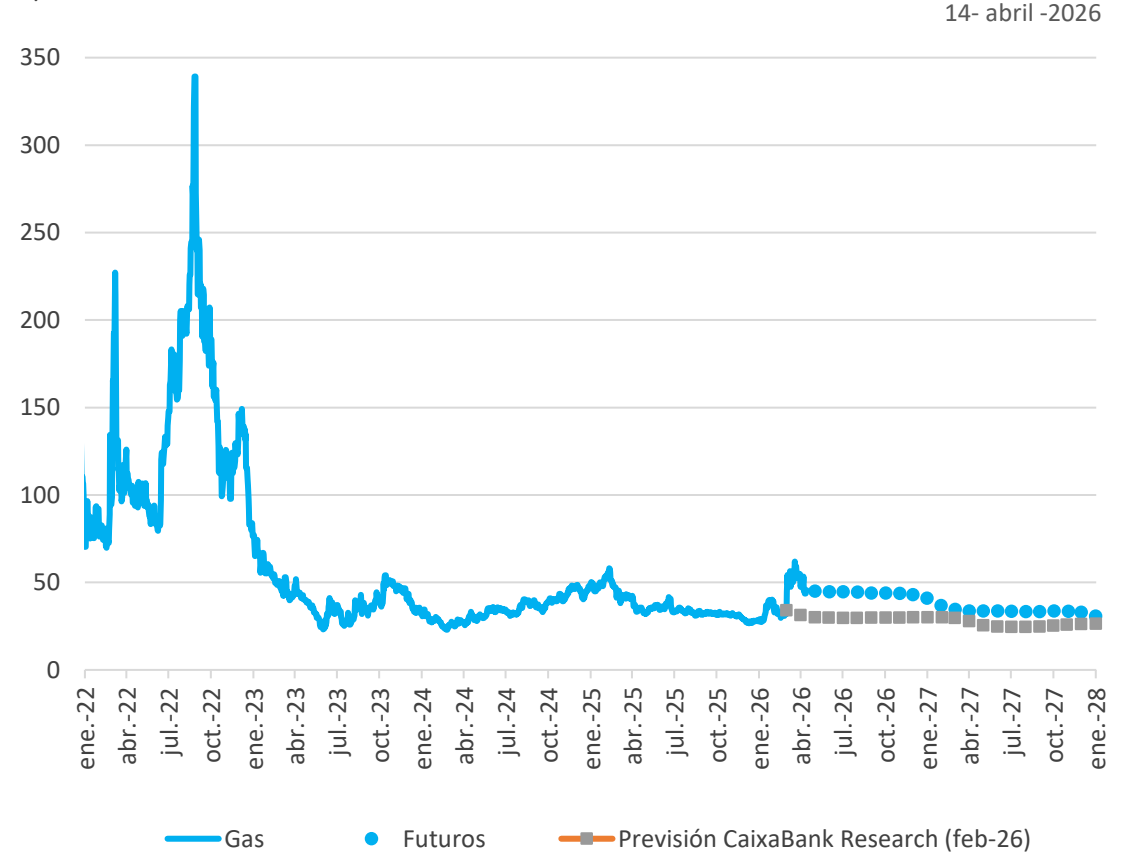


Nota: los futuros del precio del petróleo son para entrega a 2 meses vista.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

Precio del TTF y futuros

€/MWh



Nota: los futuros del precio del petróleo son para entrega a 1 mes.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

El Brent... ¿hacia un nuevo equilibrio?

Precio del Brent

Dólares por barril



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

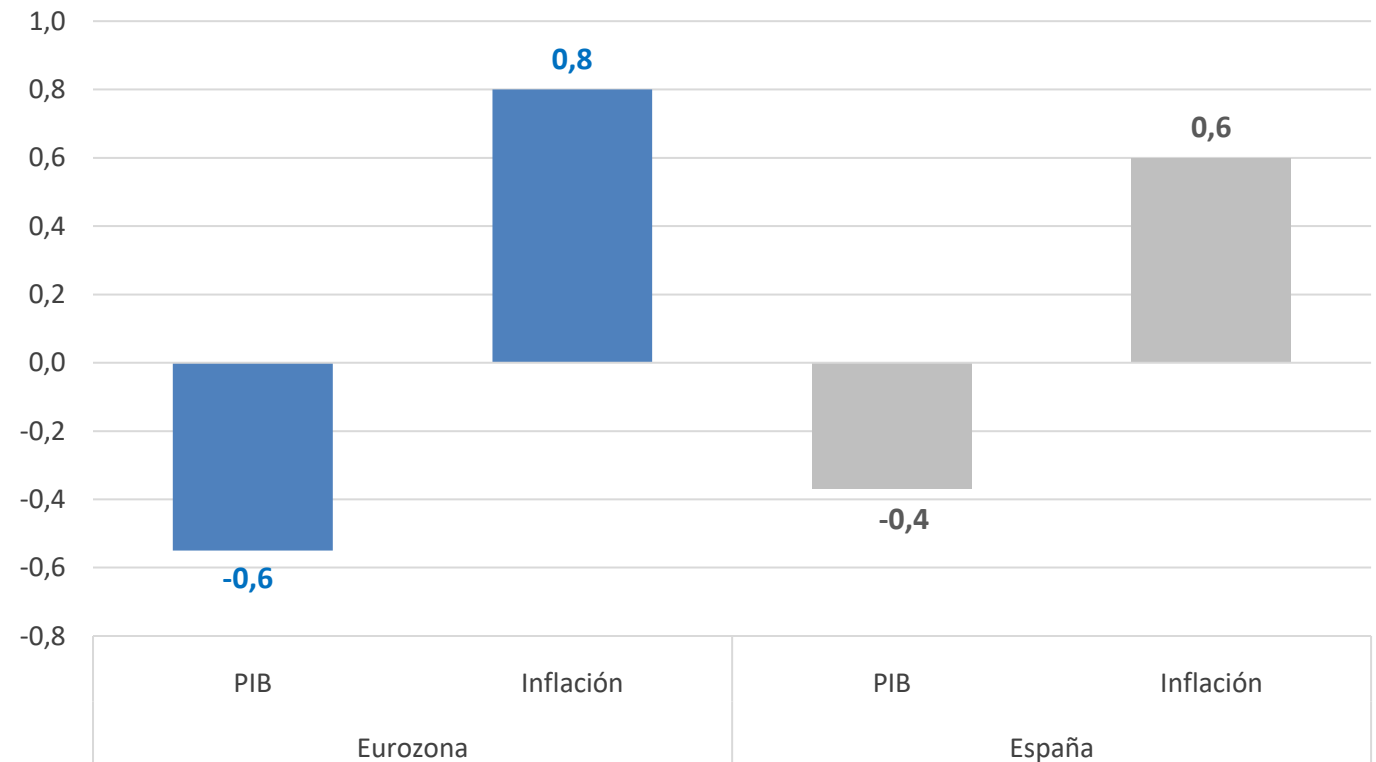
Sensibilidad del PIB

	Eurozona	España
+10\$ del crudo	-0,15 p.p.	-0,15 p.p.
+10€ del gas	-0,20 p.p.	-0,10 p.p.

Las oscilaciones de los precios de la energía en estas semanas tendrían un impacto negativo sobre el PIB español de entre 2 y 7 décimas, y sobre el PIB de la eurozona de entre 3 y 8 décimas.

Impacto sobre el escenario central para 2026 de los precios cotizados en crudo y gas (*)

(p.p. de desviación respecto al escenario central)

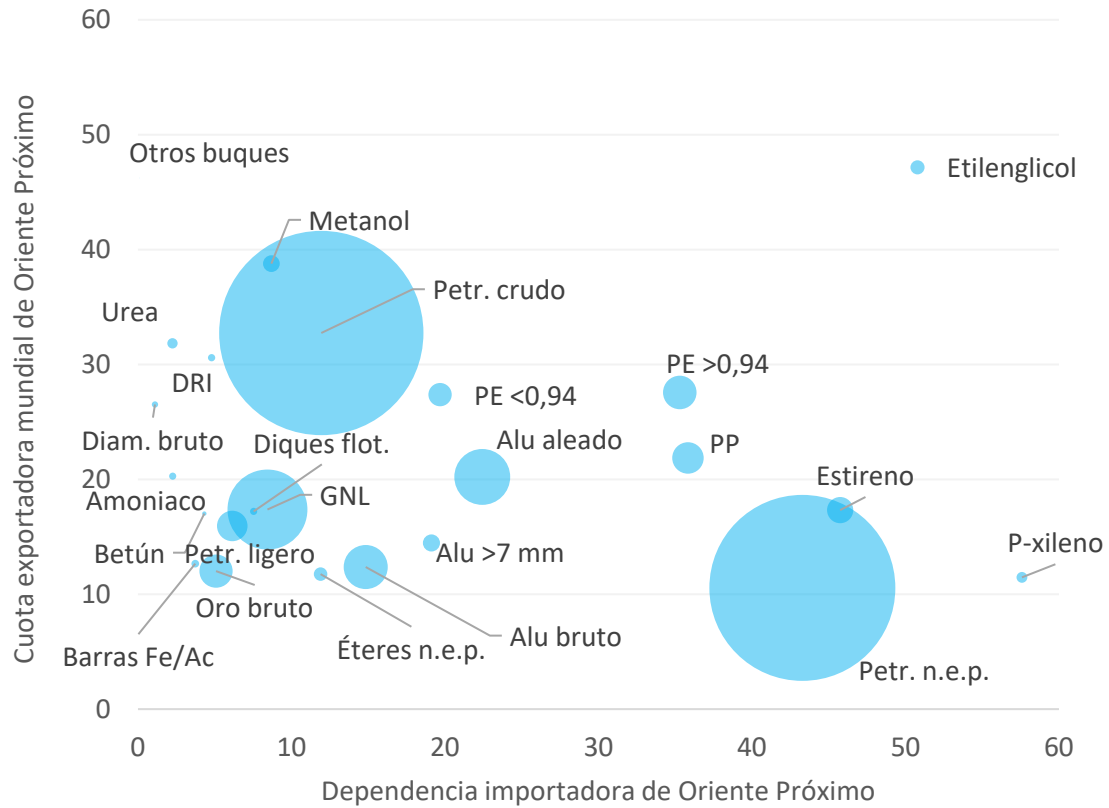


Nota: (*) Dada la volatilidad de las últimas sesiones, hemos considerado el impacto de la media de las diferencias entre el precio de los futuros cotizados y el precio previsto en nuestro escenario de febrero de 2026. Esta media se encontraría en torno a +15\$ el barril de crudo y unos 15€ el MWh de gas.

Dependencia europea de Oriente Próximo

UE: dependencia importadora de Oriente Próximo

Porcentaje sobre el total de importaciones de la UE para productos seleccionados, 2025

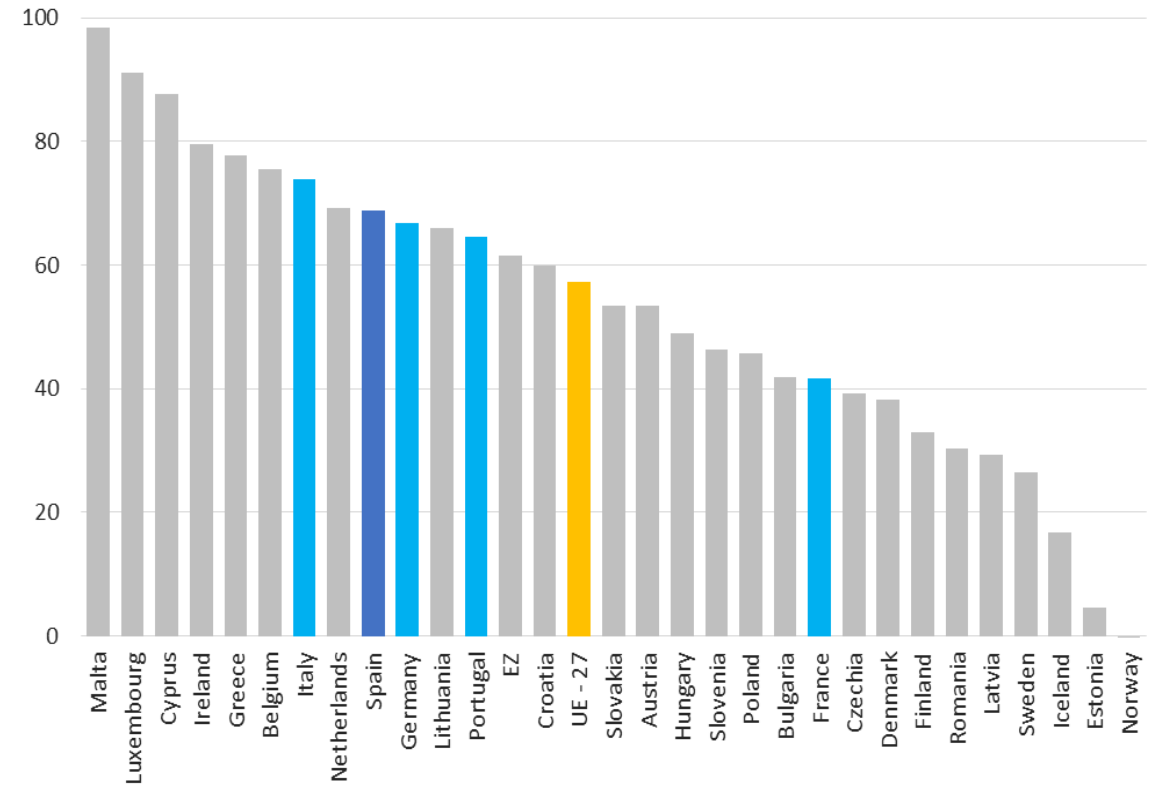


Nota: Productos en los que Oriente Próximo tiene una cuota exportadora mundial del 10% o superior. Oriente Próximo incluye Irán, Iraq, EAU, Arabia Saudí, Qatar, Bahrain, Kuwait y Omán. El área de los círculos es proporcional al valor de las importaciones de la UE desde Oriente Próximo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Atlas of Economic Complexity.

Dependencia energética por países

Imp. de energía netas sobre energía bruta disponible (%)



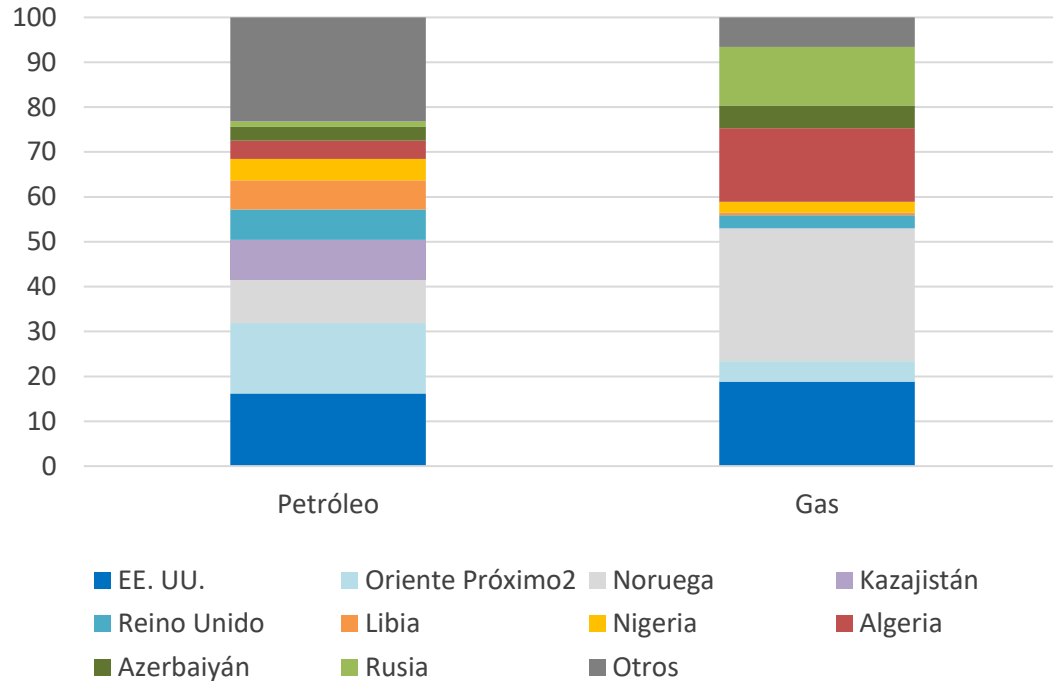
Nota: Datos de 2024. Energía bruta disponible incluye producción primaria, recuperación y reciclaje, importaciones netas y variación de existencias.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Eurostat.

Precios y dependencias energéticas

Eurozona: importaciones de petróleo y gas

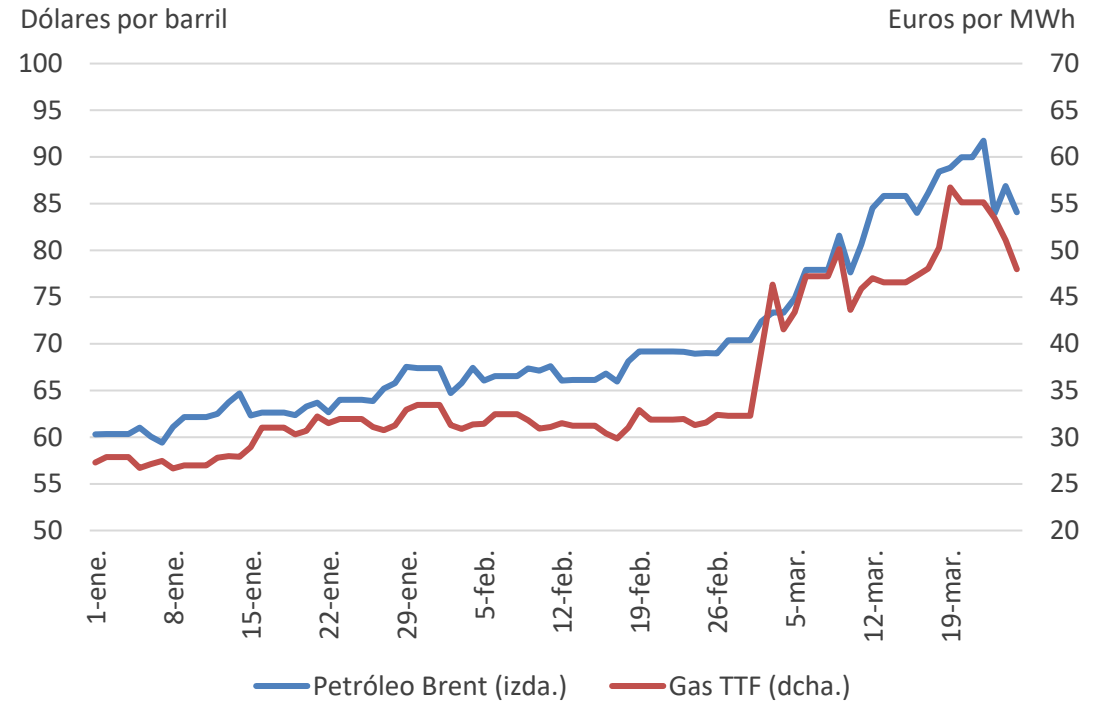
(% total)¹



Nota: 1) Datos de 2024, excluyendo importaciones de otros países de la UE. 2) Incluye Península Arábiga, Levante, Iraq e Irán.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Precio promedio previsto para 2026 según futuros de mercado



Nota: Evolución en lo que va de año según los precios de cierre de los mercados de futuros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

- ▶ **Irán: un shock energético, pero no 2022.** Si en 2022 Europa tuvo que reconfigurar sus cadenas de suministro por su elevada dependencia de Rusia, ahora las dependencias directas que tiene Europa de Oriente Próximo son contenidas y la disrupción de suministros afecta, sobre todo, a Asia.
- ▶ **El entorno macroeconómico y monetario sitúa a Europa en una mejor posición para gestionar el shock.** Sin los desequilibrios ni las presiones en las cadenas globales de suministros de 2022, la actividad de la eurozona ha mantenido un crecimiento moderado, mientras que ya hace trimestres que la política monetaria está en una posición neutral y la estrategia del BCE de tomar decisiones “reunión a reunión” y “según la evolución de los datos y las perspectivas” le permite reaccionar con agilidad.

Todavía escaso efecto en actividad...

		marzo 26	febrero 26	enero 26	1T 26	4T 25	3T 25
EE. UU. 	Compuesto	50,3	51,9	53,0	51,7	53,8	54,5
	Manufacturas	52,3	51,6	52,4	52,1	52,2	51,6
	Servicios	49,8	51,7	52,7	51,4	53,8	54,8
Eurozona 	Compuesto	50,7	51,9	51,3	51,3	52,3	51,0
	Manufacturas	51,6	50,8	49,5	50,6	49,5	50,1
	Servicios	50,2	51,9	51,6	51,2	53,0	50,9
Alemania 	Compuesto	51,9	53,2	52,1	52,4	52,5	51,0
	Manufacturas	52,2	50,9	49,1	50,7	48,3	49,5
	Servicios	50,9	53,5	52,4	52,3	53,5	50,5
Francia 	Compuesto	48,8	49,9	49,1	49,3	49,4	48,8
	Manufacturas	50,0	50,1	51,2	50,4	49,1	48,9
	Servicios	48,8	49,6	48,4	48,9	49,8	48,9
Italia 	Compuesto	49,2	52,1	51,4	50,9	52,4	51,6
	Manufacturas	51,3	50,6	48,1	50,0	49,5	49,7
	Servicios	48,8	52,3	52,9	51,3	53,5	52,1
España 	Compuesto	52,4	51,5	52,9	52,3	55,6	54,1
	Manufacturas	48,7	50,0	49,2	49,3	51,1	52,6
	Servicios	53,3	51,9	53,5	52,9	56,4	54,2

► Eurozona:

- La mejora en los componentes de manufacturas, sobre todo en Alemania, responde en parte al **adelanto de compras** para sortear posibles interrupciones graves en las cadenas de oferta global por la guerra en Oriente Próximo

- En materia de precios, el fuerte encarecimiento de los inputs **no se está trasladando a precios finales**, de momento.

► EE.UU.:

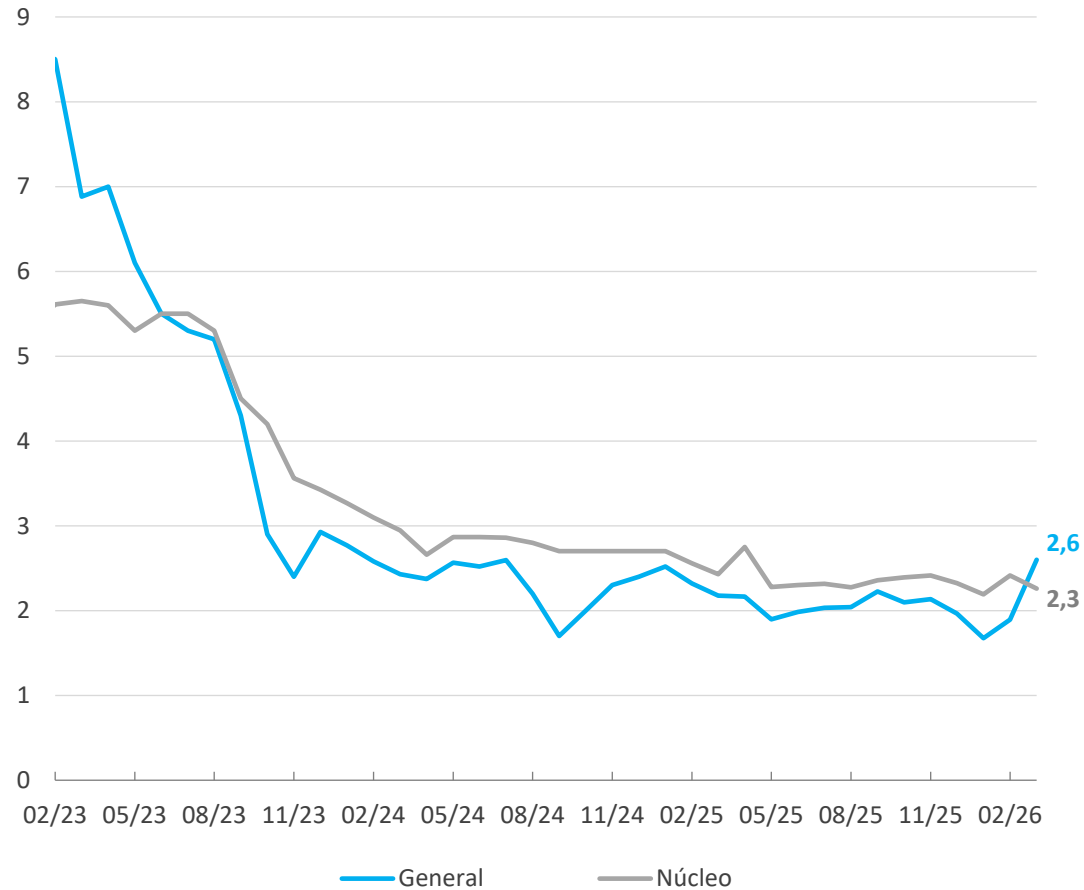
- Los pedidos en servicios se han visto más afectados por la caída de la demanda externa, mientras que **manufacturas sigue sostenida**.

- En materia de **precios**, el fuerte aumento que están sufriendo los costes de los inputs por el impacto de la guerra en Oriente Próximo se está trasladando a a los precios finales, que registran el **aumento más pronunciado en más de tres años y medio**.

....y primeros efectos en inflación

Eurozona: IPCA

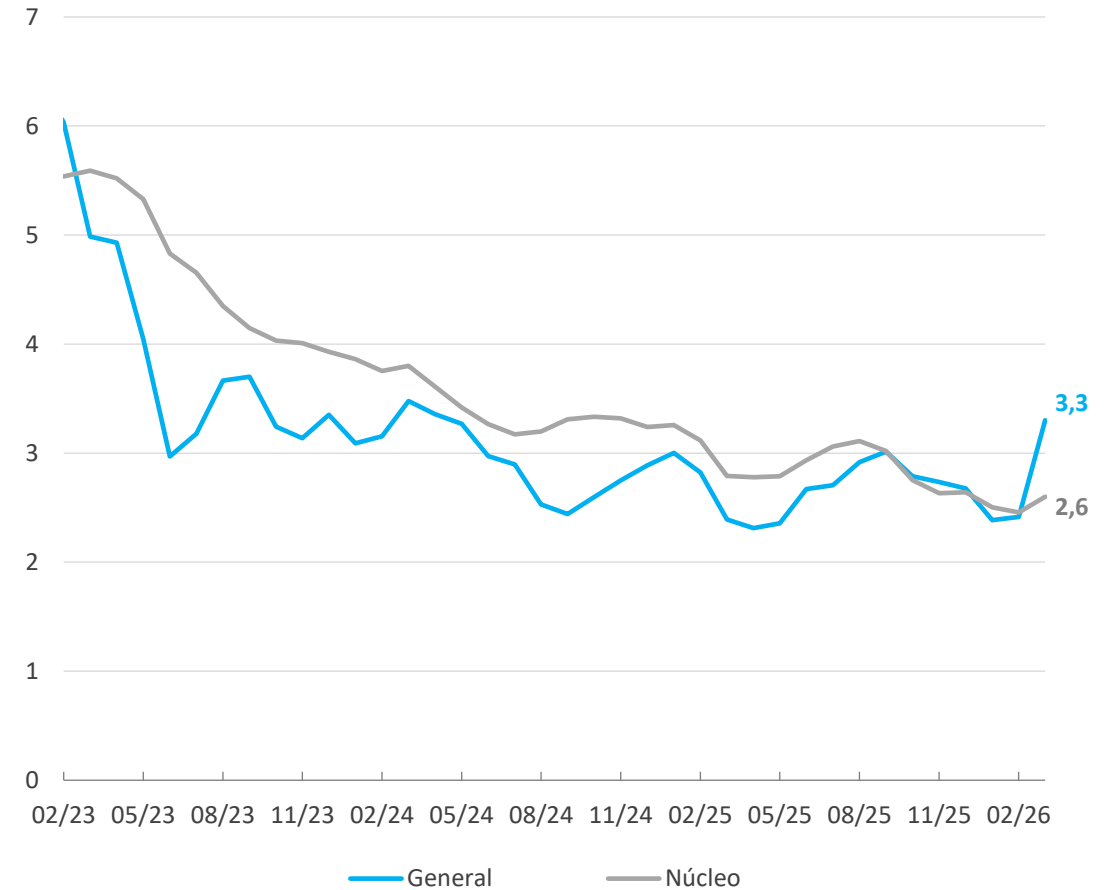
Var. interanual %



Nota: El IPC núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

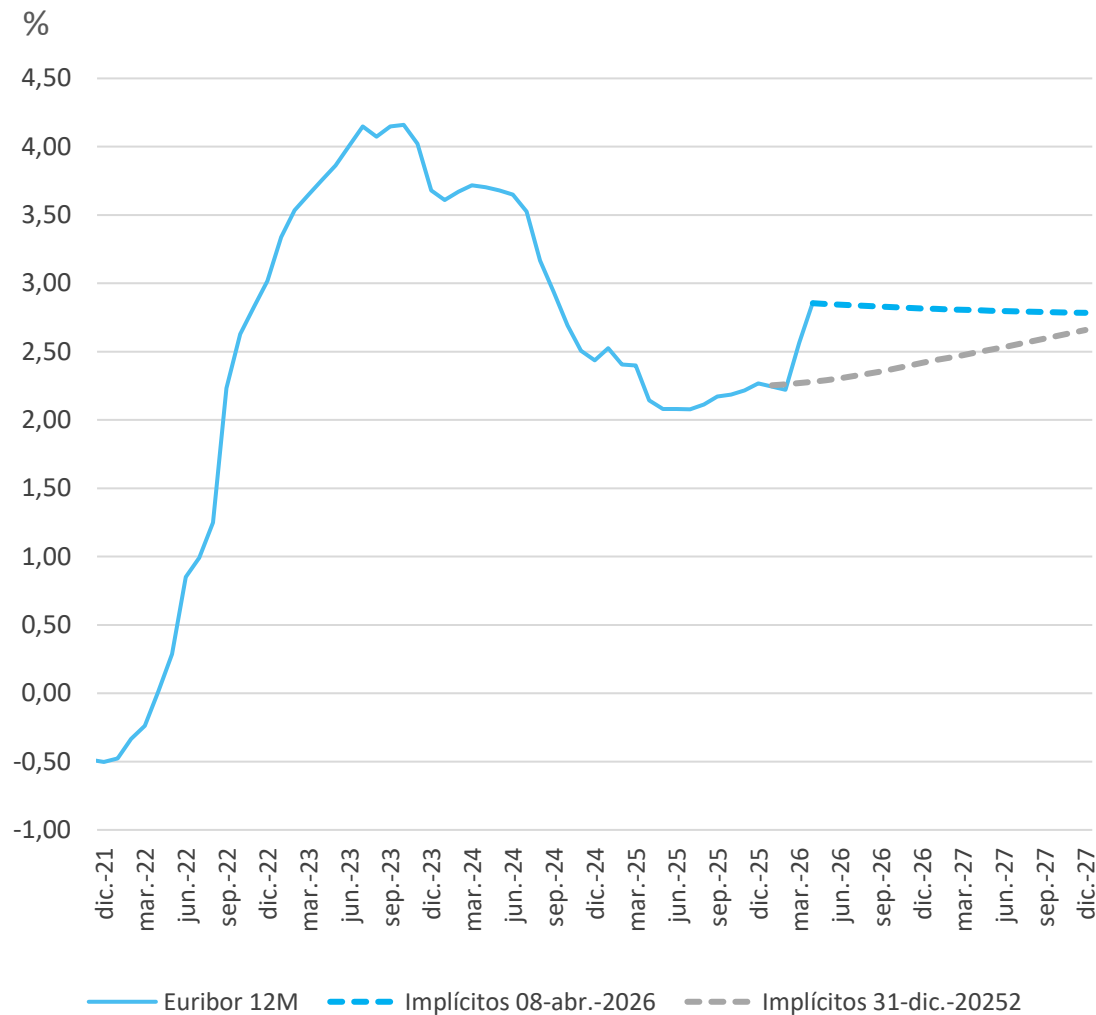
EE.UU.: IPC

Var. interanual %



Nota: El IPC núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BLS y Refinitiv.

Euribor 12M



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y Bloomberg.



Reunión del 19 de marzo y siguientes pasos

- ▶ Sin cambios en los tipos de interés en marzo (*depo* al 2,00%).
- ▶ El conflicto de Oriente Próximo provoca un aumento de las previsiones de inflación en 2026 y una rebaja del crecimiento (se asume Brent de 81\$ y gas TTF de 46€ en el promedio de 2026).
- ▶ El BCE sesga los riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento, mantiene una estrategia de “reunión a reunión” y remarca la importancia de la intensidad, duración y propagación (efectos indirectos y de segunda ronda) del *shock*.
- ▶ El punto de partida posiciona mejor al BCE que en el pasado: inflación en el 2%, expectativas de inflación ancladas, política monetaria neutral y menores desequilibrios entre demanda y oferta.
- ▶ Los mercados descuentan entre dos y tres subidas de tipos en 2026, que dejarían el *depo* en el 2,50% o 2,75%.

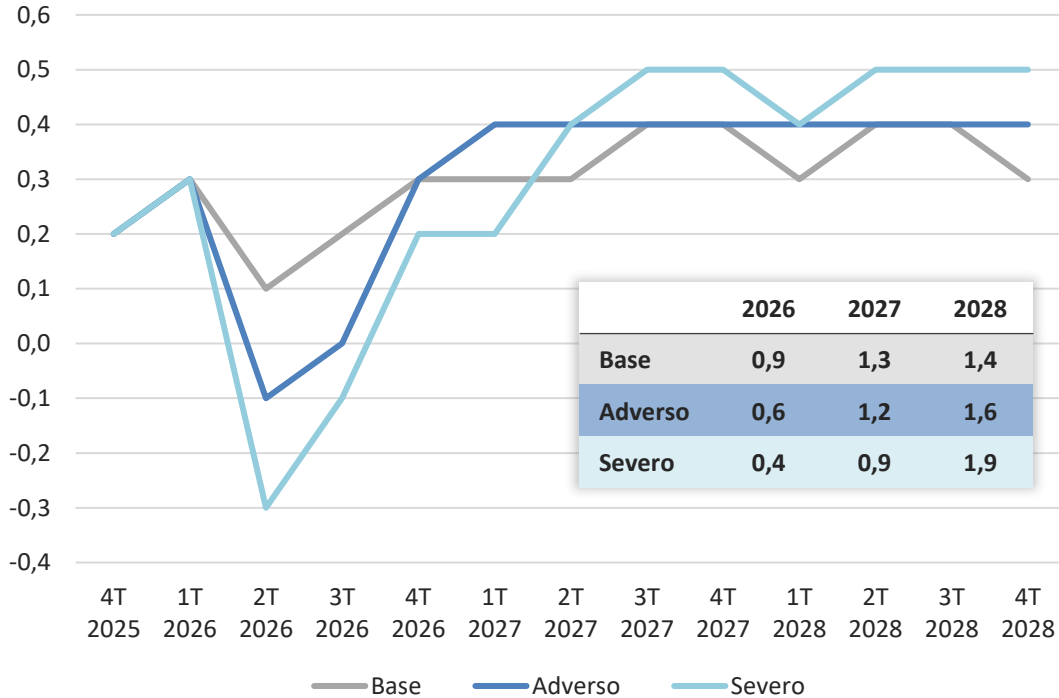
BCE: Previsiones a marzo	2025	2026	2027	2028
Crecimiento del PIB	1,5	0,9 (1,2)	1,3 (1,4)	1,4 (1,4)
Inflación general	2,1	2,6 (1,9)	2,0 (1,8)	2,1 (2,0)
Inflación núcleo	2,4	2,3 (2,2)	2,2 (1,9)	2,1 (2,0)

Nota: Entre paréntesis, previsiones anteriores (diciembre).

Escenarios del BCE sobre el conflicto en Oriente Próximo

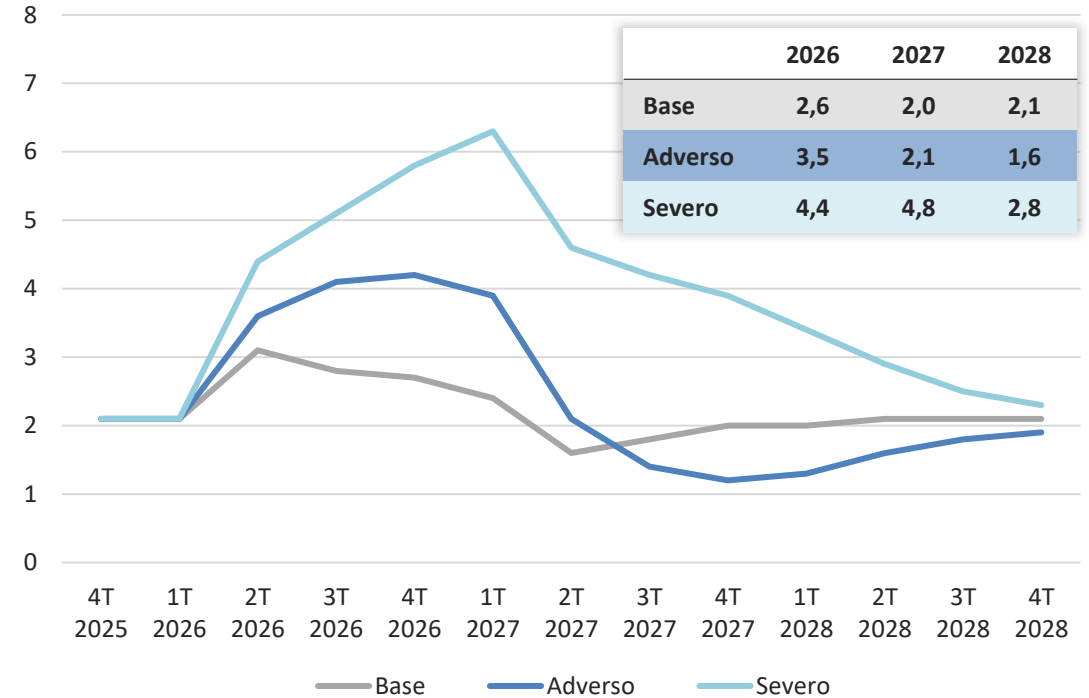
Eurozona: PIB

Variación intertrimestral (%)



Eurozona: IPCA

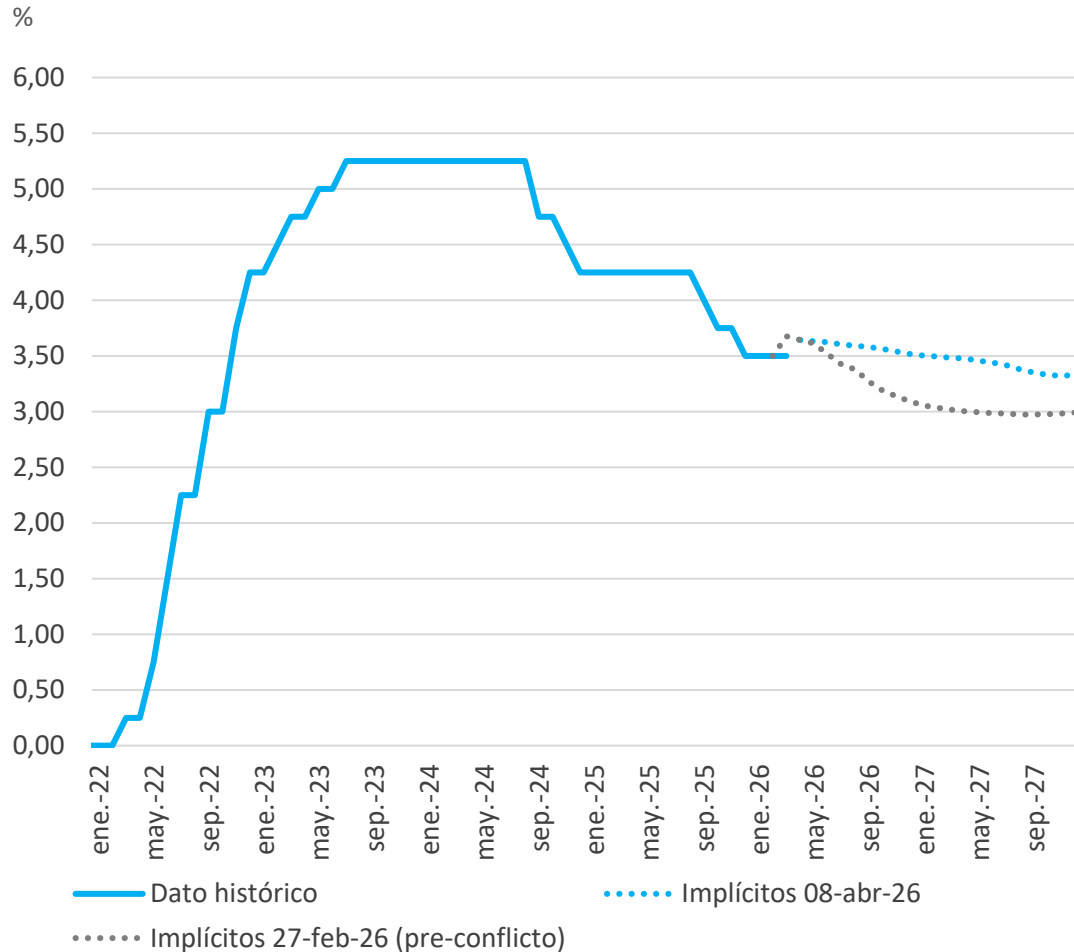
Variación interanual (%)



- ▶ El escenario base asume unos precios del petróleo Brent de 81,3\$ y del gas TTF de 46,3€ en el promedio de 2026, revirtiendo a 70\$ y 35€ en 2027. El escenario adverso tensiona los precios hasta 120\$ y 90€ en el 2T 2026, con una distensión hasta 70\$ y 30€ en verano de 2027, y el severo impone una tensión fuerte y persistente (pico de 145\$ y 106€ en 2T 2026 y todavía en 103\$ y 43€ en el 4T 2028).
- ▶ Los efectos indirectos y de segunda ronda sobre la inflación son pequeños en el escenario base. El adverso y el severo imponen mayor propagación, además de turbulencias en los mercados financieros, incertidumbre, caída de la confianza y debilidad del comercio exterior.

La Fed señala cautela ante los riesgos de inflación

Federal funds rate



Nota: Dato histórico representa el límite inferior del rango del *federal funds rate*, y los futuros son sobre el *effective federal funds rate*

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y Bloomberg.



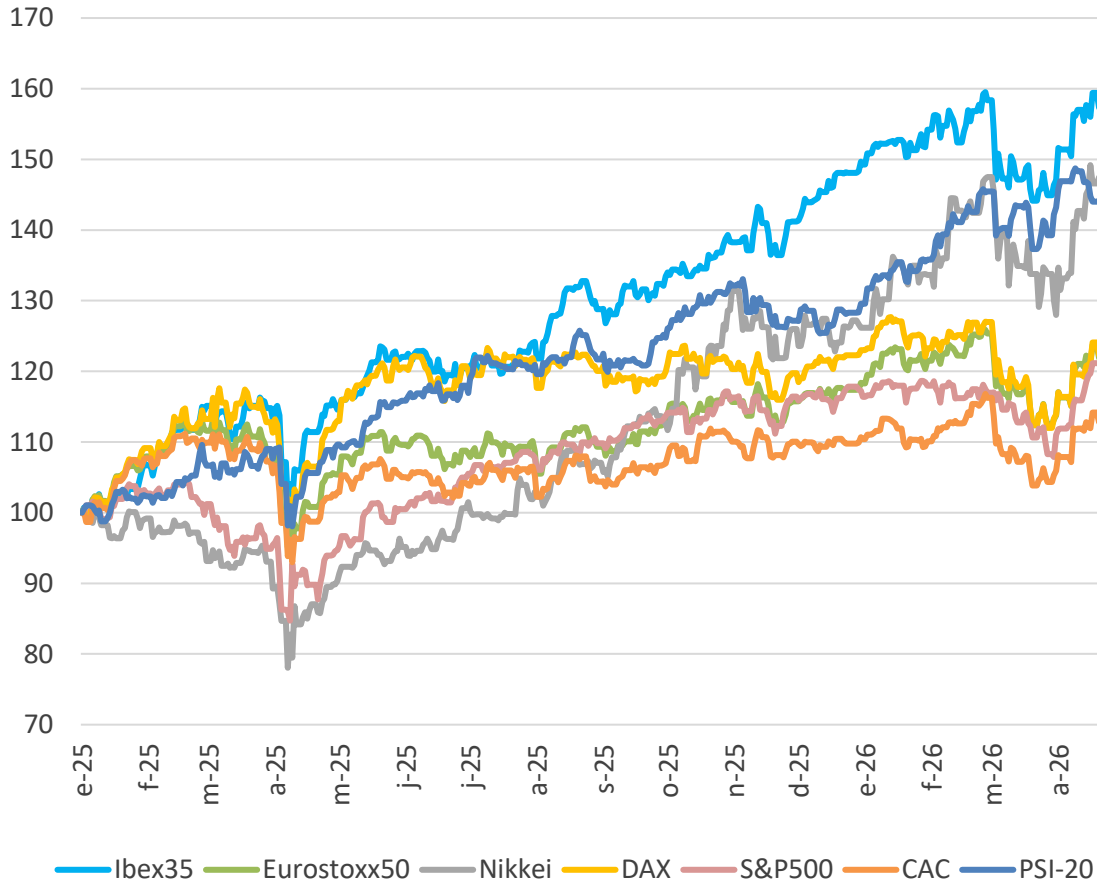
Reunión de 18 marzo de 2026 y próximos pasos

- ▶ Sin sorpresas, la Reserva Federal mantuvo el tipo *fed funds* en el rango 3,50%-3,75%.
- ▶ El tono fue claramente más restrictivo y cauto, mostrando mayor preocupación por el lento progreso de la inflación hacia objetivo, que se mantiene algo elevada, que por el mercado de trabajo, descrito como “en equilibrio”
- ▶ Las proyecciones de tipos de interés en el *dot plot* giraron hacia menos recortes y menos dispersión en los votos que en la proyección anterior: el votante mediado anticipa un recorte en 2026 y otro en 2027.
- ▶ Powell advirtió que cualquier recorte de tipos estará sujeto a mayor progreso en la inflación hacia objetivo, especialmente en la inflación de bienes (elevada por los aranceles) y de servicios.
- ▶ En cuanto a las tensiones en Oriente Próximo, se destacaron posibles riesgos al alza para la inflación y a la baja para la actividad, pero los impactos finales dependerán de la duración e intensidad del conflicto. Powell señaló que cabría esperar mayor inflación, y que la teoría estándar aboga mirar más allá de shocks temporales de energía, siempre y cuando las expectativas de inflación permanezcan ancladas y el contexto inflacionista general lo permita.
- ▶ Los mercados han pasado de descontar dos bajadas en 2026 a ninguna.

El canal financiero se mantiene estable: movimiento de ida y vuelta en los mercados de valores

Desarrollados: índices bursátiles

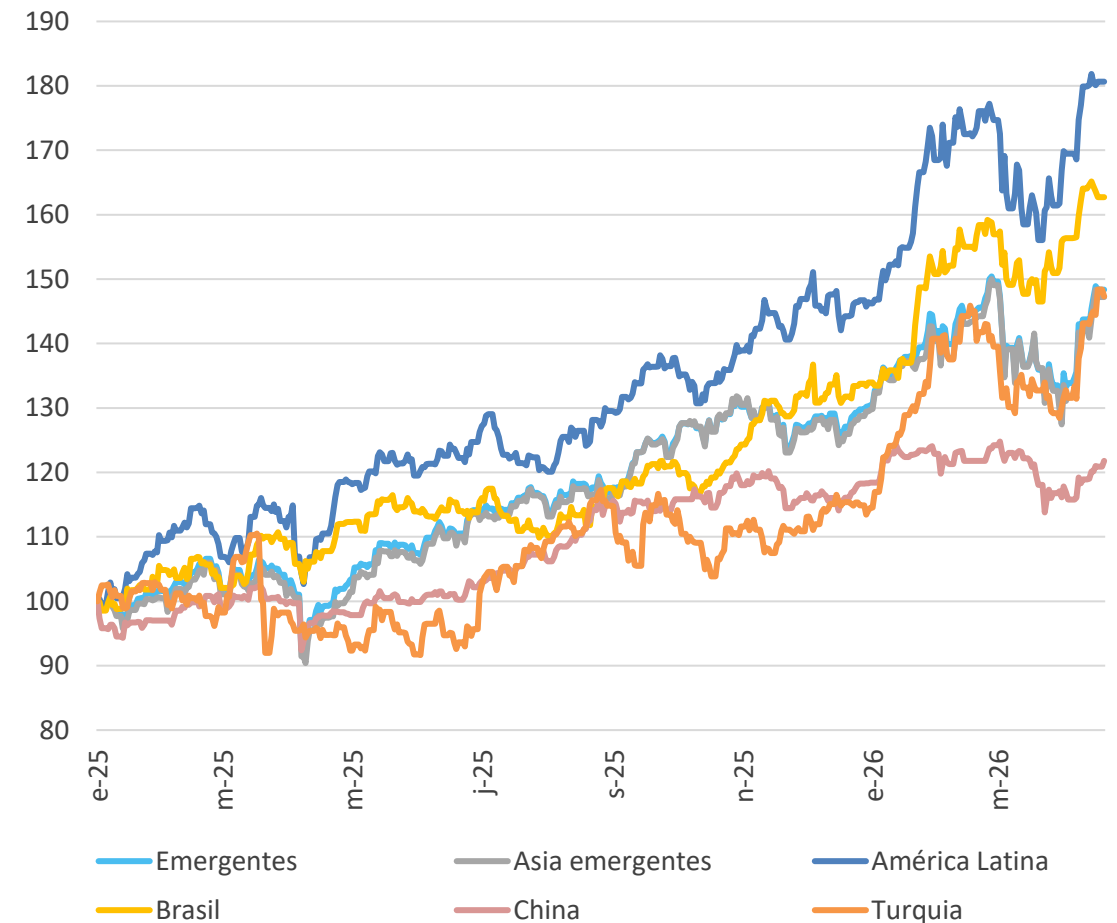
Índice (100 = 01-ene.-2025)



Nota: Datos hasta el 20/04 a las 12:00 del mediodía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Emergentes: índices bursátiles

Índice (100 = 01-ene.-2025)

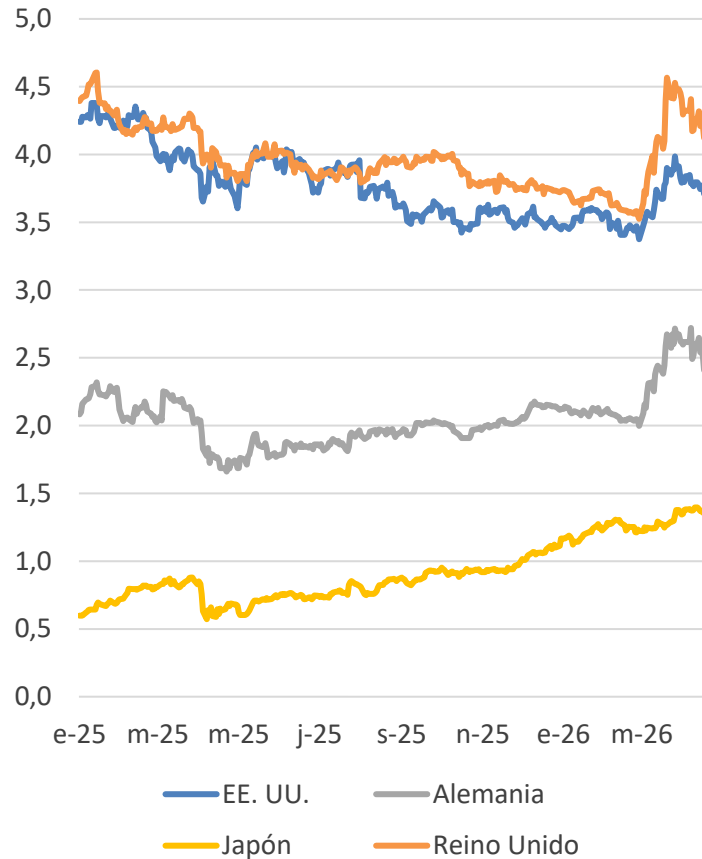


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Las rentabilidades de la deuda responden a cambios de perspectivas de política monetaria

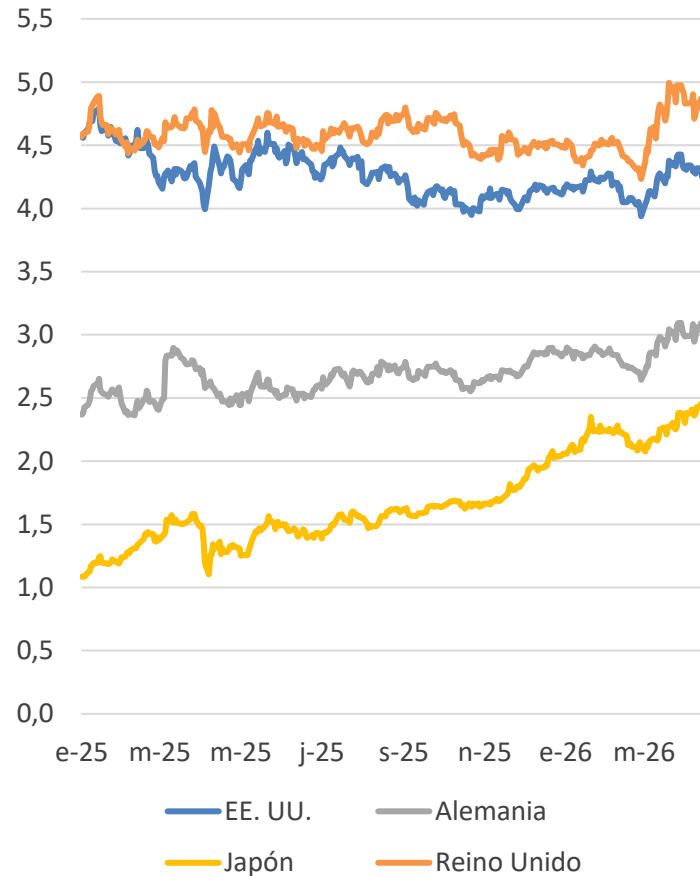
Tipos soberanos a 2 años

(%)



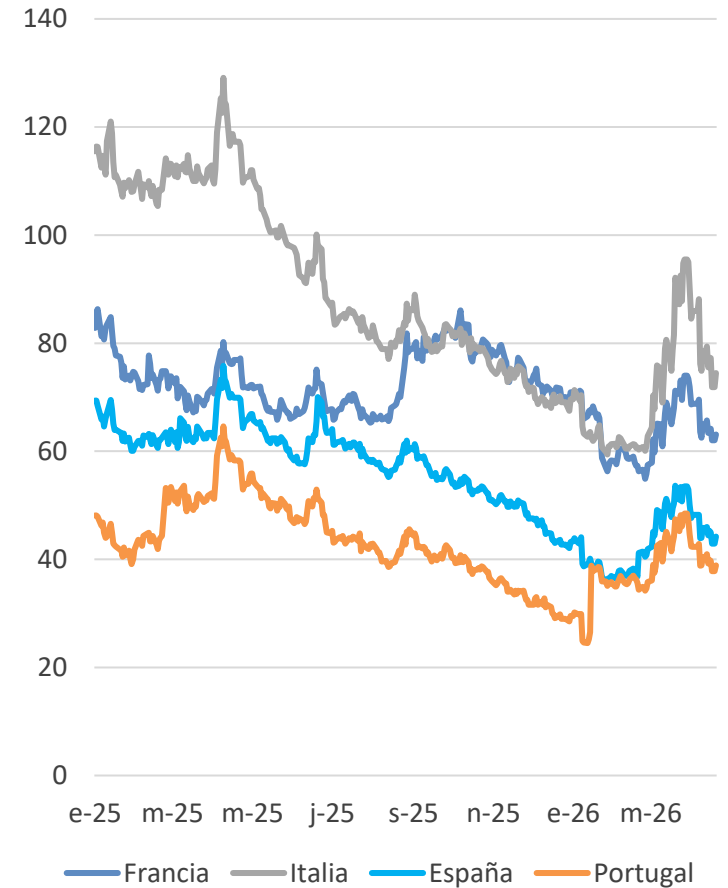
Tipos soberanos a 10 años

(%)



Primas de riesgo 10Y eurozona

Puntos básicos



Nota: Datos hasta el 08/04 a las 12:00 del mediodía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

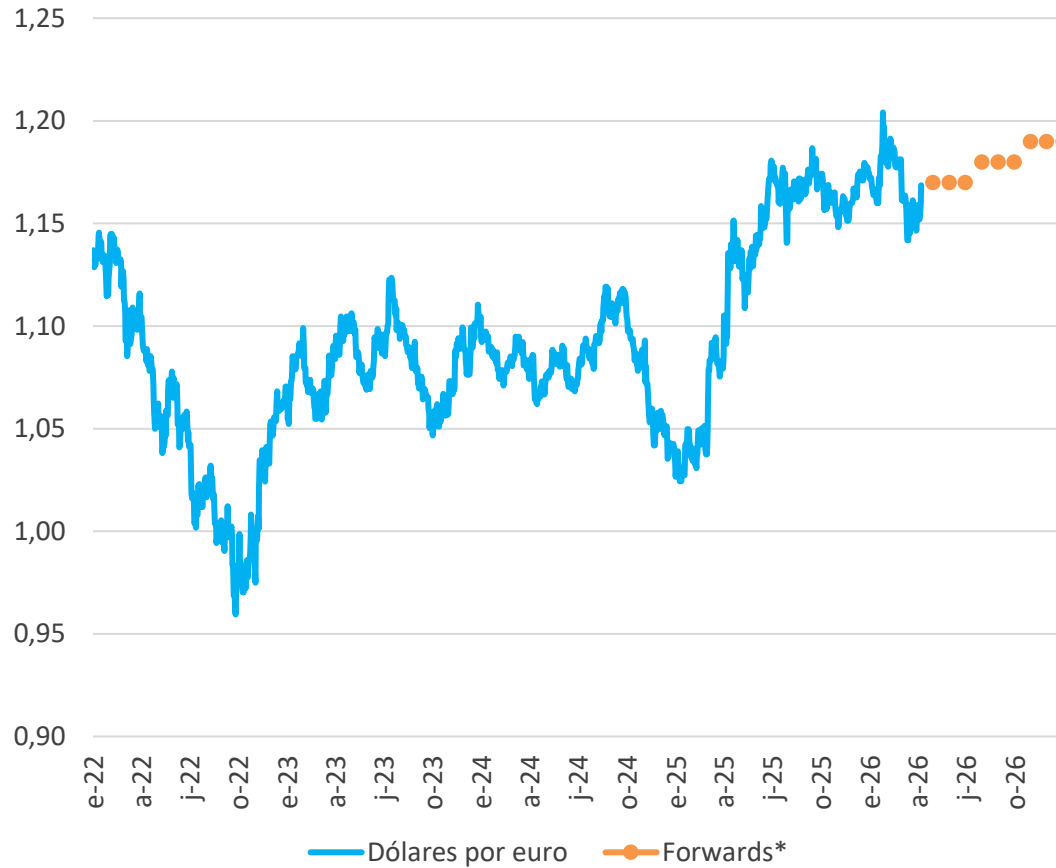
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipo de cambio: dólar vuelve a jugar papel de activo refugio, aunque algo más diluido esta vez

Tipo de cambio EURUSD

Dólares por euro

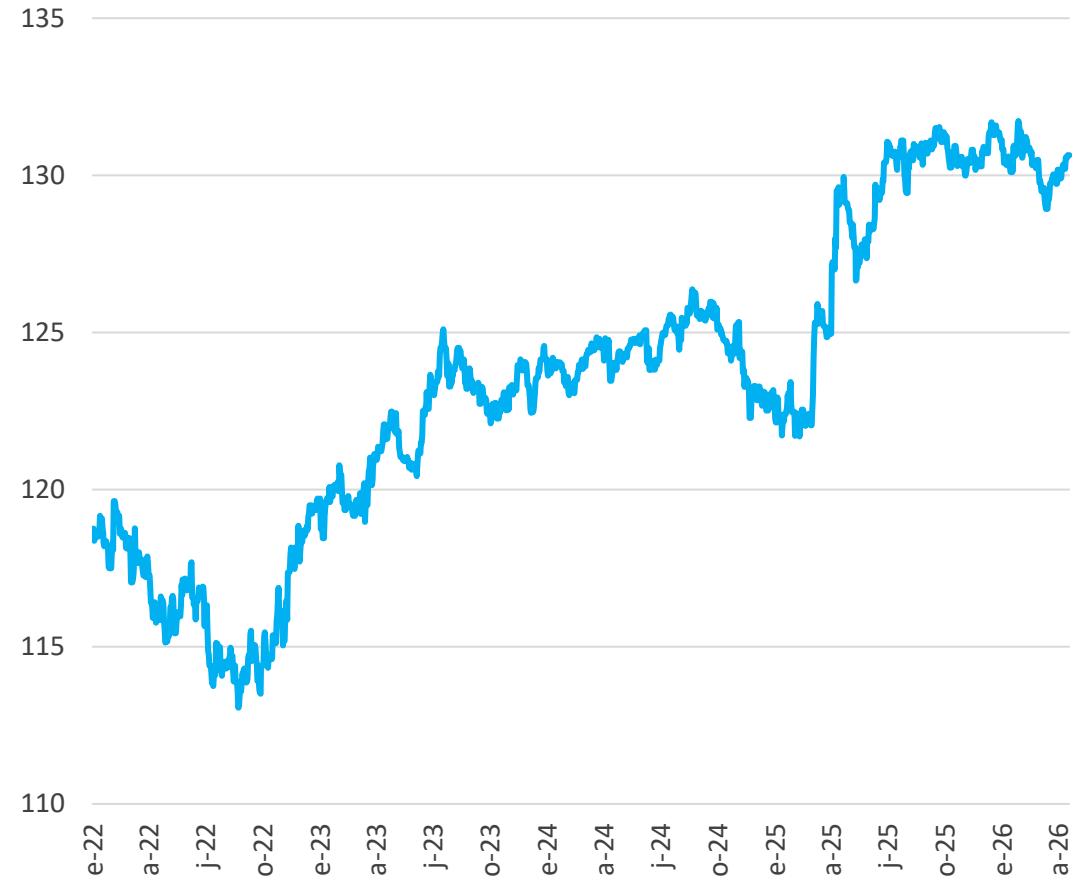


Nota: *Forwards cotizados a 20 de abril de 2026.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipo de cambio efectivo de la eurozona

Índice



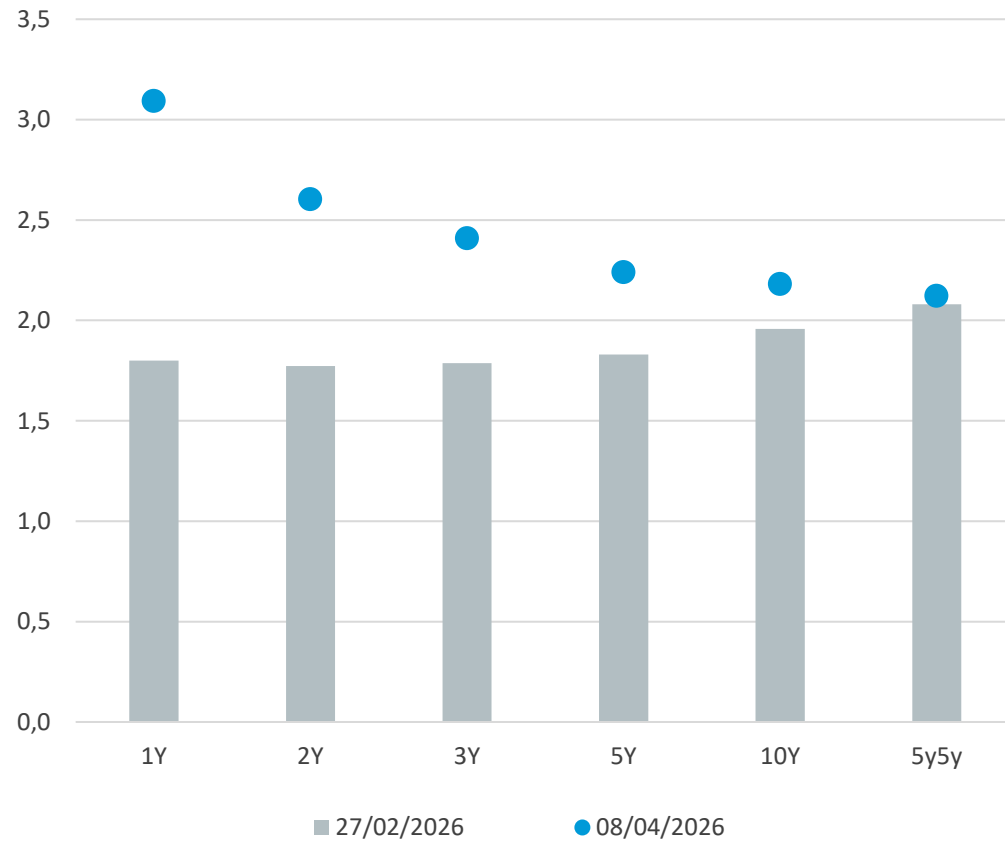
Nota: Tipo de cambio del euro frente a una cesta de 41 divisas. Cada divisa está ponderada por el peso comercial de la región con la eurozona.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Las expectativas de inflación han aumentado en el corto plazo, pero se mantienen estables en el medio plazo

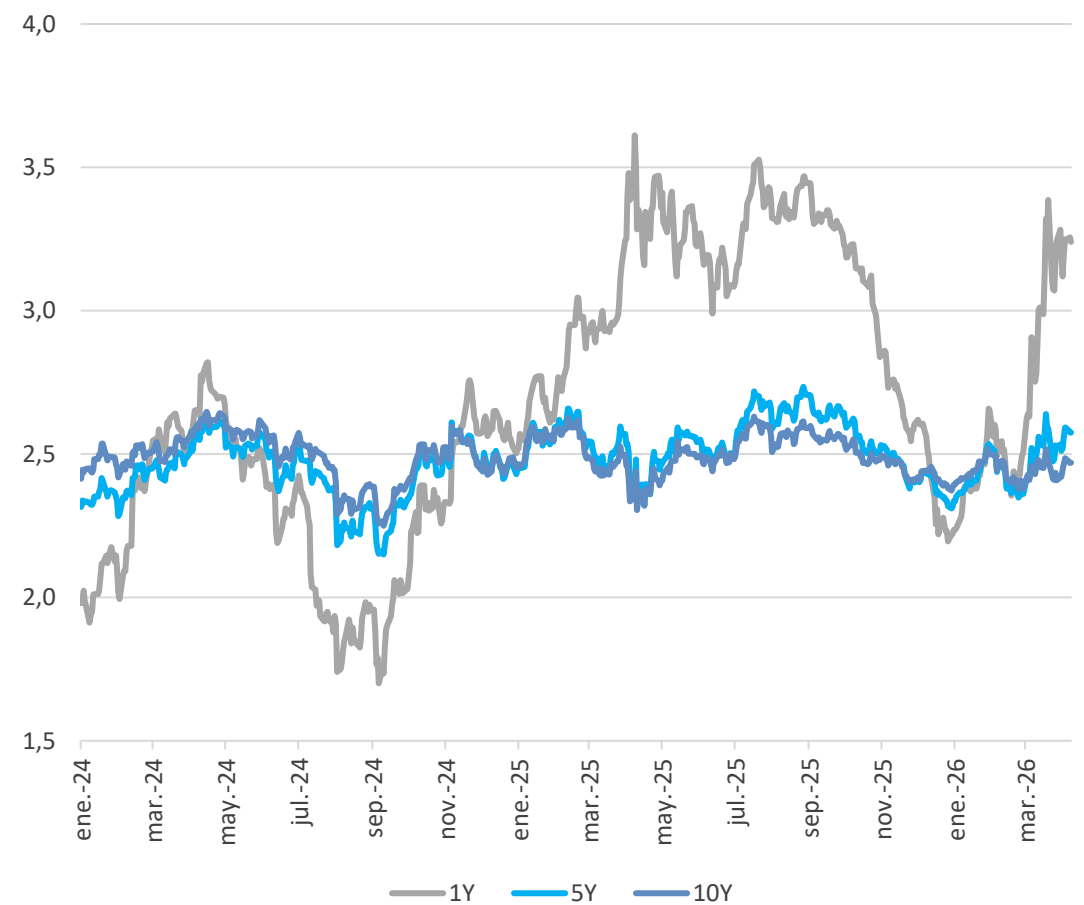
Eurozona: swaps de inflación

Variación interanual (%)



EE. UU.: swaps de inflación

%

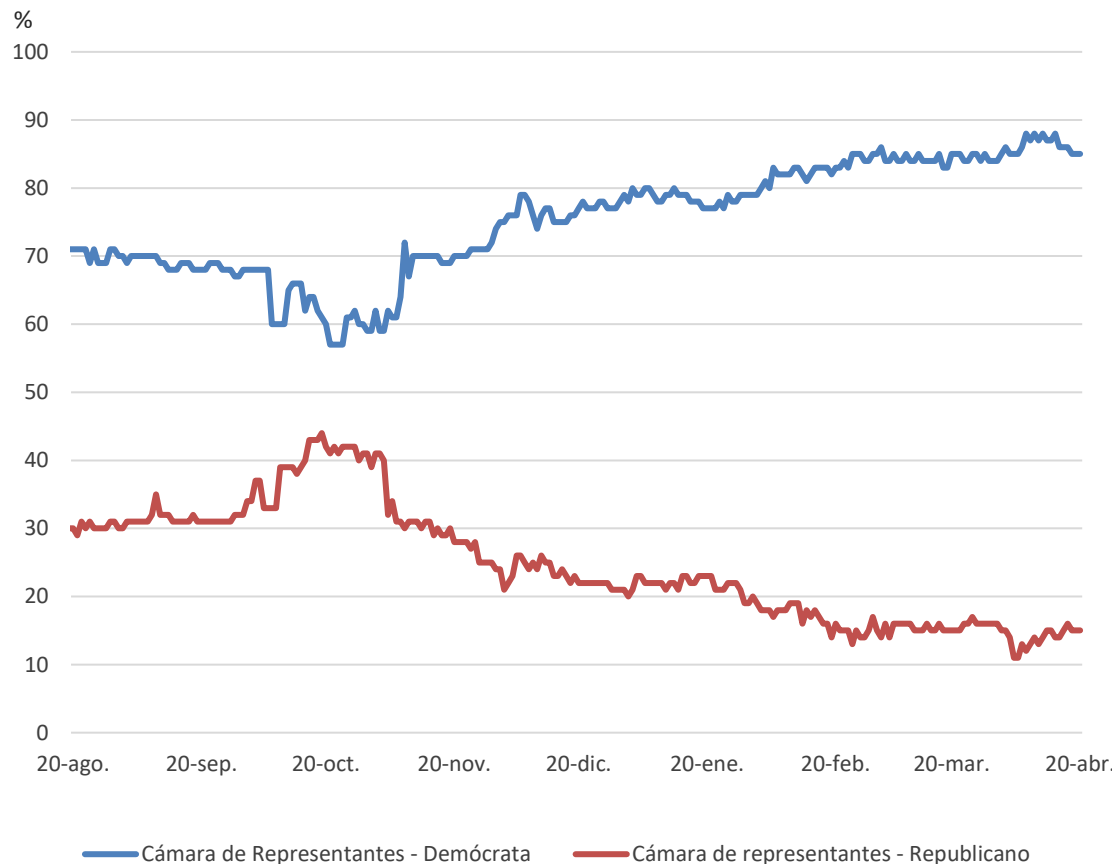


Nota: Expectativas representadas a partir de swaps de inflación. Datos hasta el 08/04/2026 a las 12:00 del mediodía.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

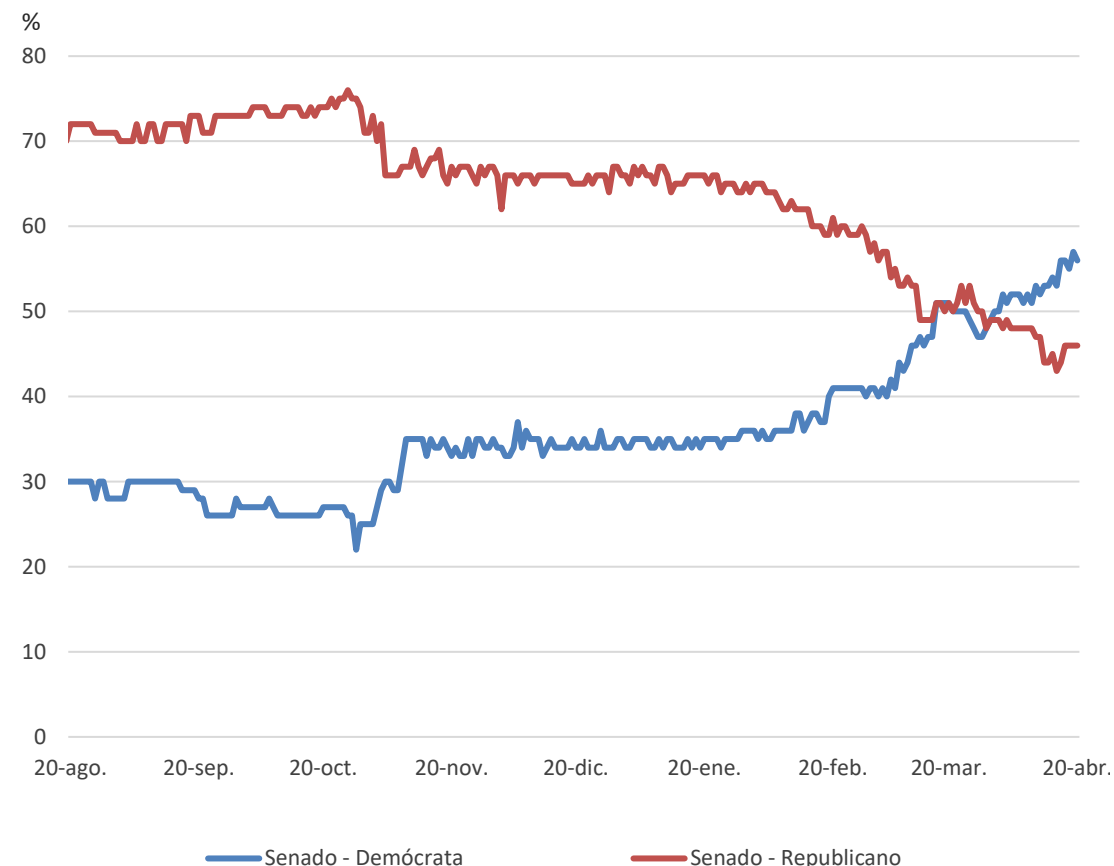
EE. UU.: ¿Tendrá el conflicto un coste electoral en las mid-terms?

Probabilidad de control de la Cámara de Representantes



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Polymarket, a través de Bloomberg

Probabilidad de control del Senado



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Polymarket, a través de Bloomberg

- ▶ **Cámara de Representantes (House):** Se renovarán los 435 escaños de la Cámara. Ahora mismo los Republicanos tienen 218 escaños y los Demócratas 213, con 4 vacantes que se elegirán antes, y la mayoría de los mercados dan a los Demócratas una elevada probabilidad de recuperar el control.
- ▶ **Senado:** Se renovarán 35 de los 100 escaños (33 regulares + 2 especiales, de Marco Rubio y JD Vance). Actualmente los Republicanos controlan el Senado con 53 escaños, mientras que los Demócratas tienen 45 y 2 independientes. De los que se reeligen, 22 son Republicanos y 13 Demócratas, lo que favorece ligeramente a los republicanos para mantener la mayoría.

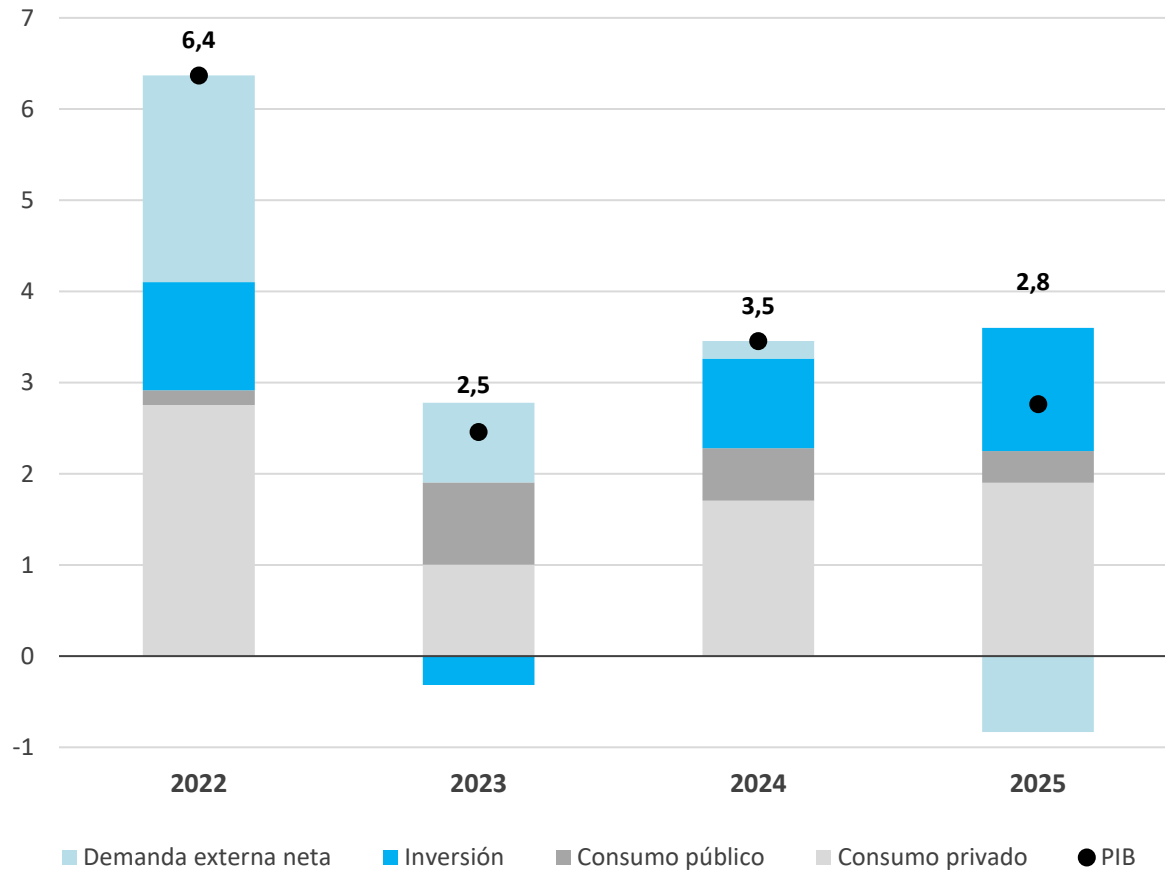


- ▶ **La economía española afronta el impacto de la guerra en Oriente Medio desde un punto de partida relativamente positivo**
 - 2025 cerró con un crecimiento muy dinámico, 2,8% y con un sólido patrón de crecimiento.
 - El fuerte avance del PIB en el 4T25, 0,8% t/t apunta a un mayor vigor inercial.
- ▶ **Los indicadores de actividad no muestran por ahora un impacto acusado de la guerra; aunque sí en el caso de la inflación**
 - La creación de **empleo** gana tracción en marzo, y acelera su crecimiento interanual 3 décimas, hasta el 2,5%, apoyando el avance de la renta de los hogares.
 - El sector servicios lidera el crecimiento, mientras la industria acusa el aumento de costes; el PMI de los **servicios** repuntó en marzo, mientras que el de la **industria** descendió a zona contractiva (por debajo de 50).
 - **El gasto en consumo**, tanto doméstico como de extranjeros, repunta en marzo, lo que permite cerrar el 1T con un balance positivo del Monitor Consumo.
 - La **inflación** repunta con fuerza en marzo, 1,1 p.p, hasta el 3,4%, impulsada por el encarecimiento de la energía.
- ▶ **Impacto de la guerra en Irán: riesgos elevados, pero con factores amortiguadores en la economía española**
 - Es previsible un menor impacto que en la eurozona, dada la **menor dependencia** de nuestra economía de los flujos energéticos con origen en Oriente Medio (alrededor del 5% del petróleo y menos del 2% del gas natural licuado –GNL) y el mayor peso de las renovables en el mix eléctrico.
 - La **elevada tasa de ahorro de los hogares y la sólida posición financiera del sector privado** actúan como mitigadores frente al repunte de la inflación y de los tipos de interés.
 - Buen posicionamiento de España para atraer el **desplazamiento de la demanda turística internacional** hacia destinos “seguros”.
 - Para mitigar los efectos del *shock*, el Gobierno ha aprobado un **paquete de medidas** valoradas en unos 5.000 M€, que incluye rebajas de impuestos de los combustibles, el gas y la producción eléctrica y ayudas directas a sectores y hogares.

España cerró 2025 con un notable dinamismo y un sólido patrón de crecimiento

Crecimiento del PIB por componentes

Contribuciones en p. p. y variación en %

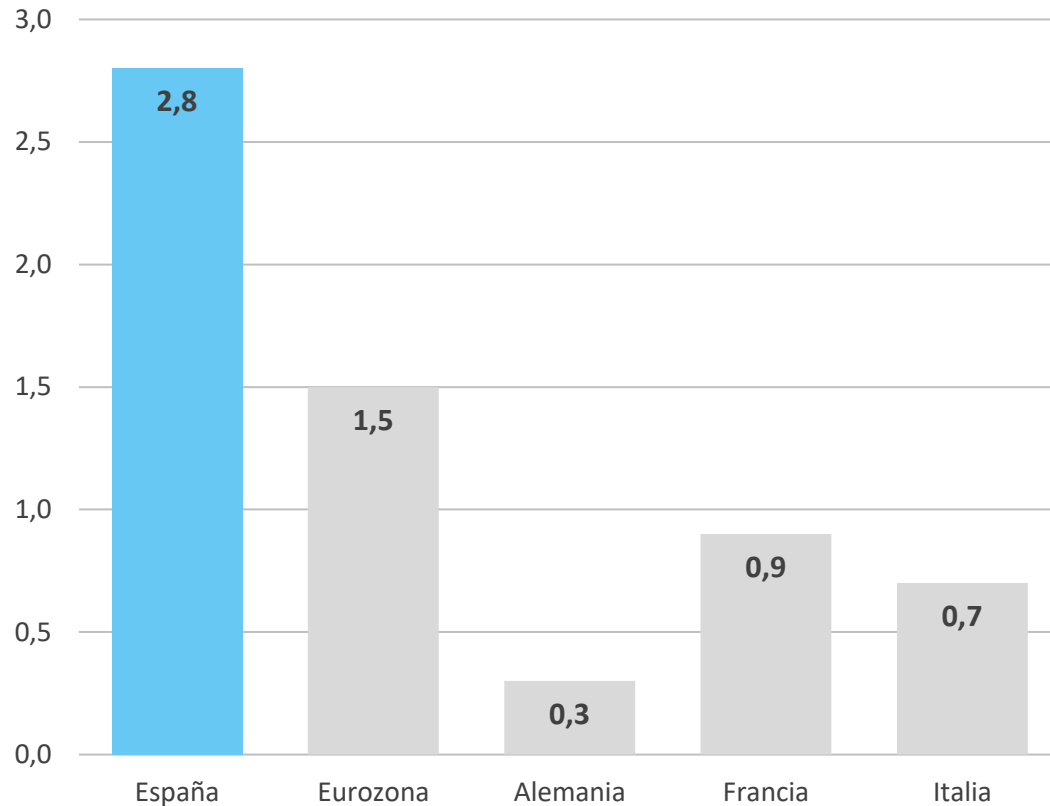


- ▶ El PIB sorprendió al alza en el 4T25, con un avance del 0,8% t/t, lo que elevó mecánicamente nuestra previsión para 2026 en 0,2 p. p. debido al efecto de arrastre.
- ▶ La **demanda interna** refuerza su papel como motor del crecimiento y aportó 3,6 p. p. al crecimiento anual del PIB, gracias a la creciente contribución del consumo privado y la inversión.
 - El consumo de los hogares se aceleró hasta un 3,4% anual y la FBKF avanzó un 6,3%, con un notable crecimiento en todos sus componentes: +5,2% construcción y +9,0% bienes de equipo.
- ▶ La aportación negativa de la **demanda externa** se debió principalmente al notable crecimiento de las importaciones (+6,3%) impulsadas por el tirón de la demanda interna. Las exportaciones crecieron un 3,4%, con un avance del 0,7% las de bienes y del 8,3% las de servicios.

La economía española sigue destacando por su elevado dinamismo

Crecimiento del PIB en 2025

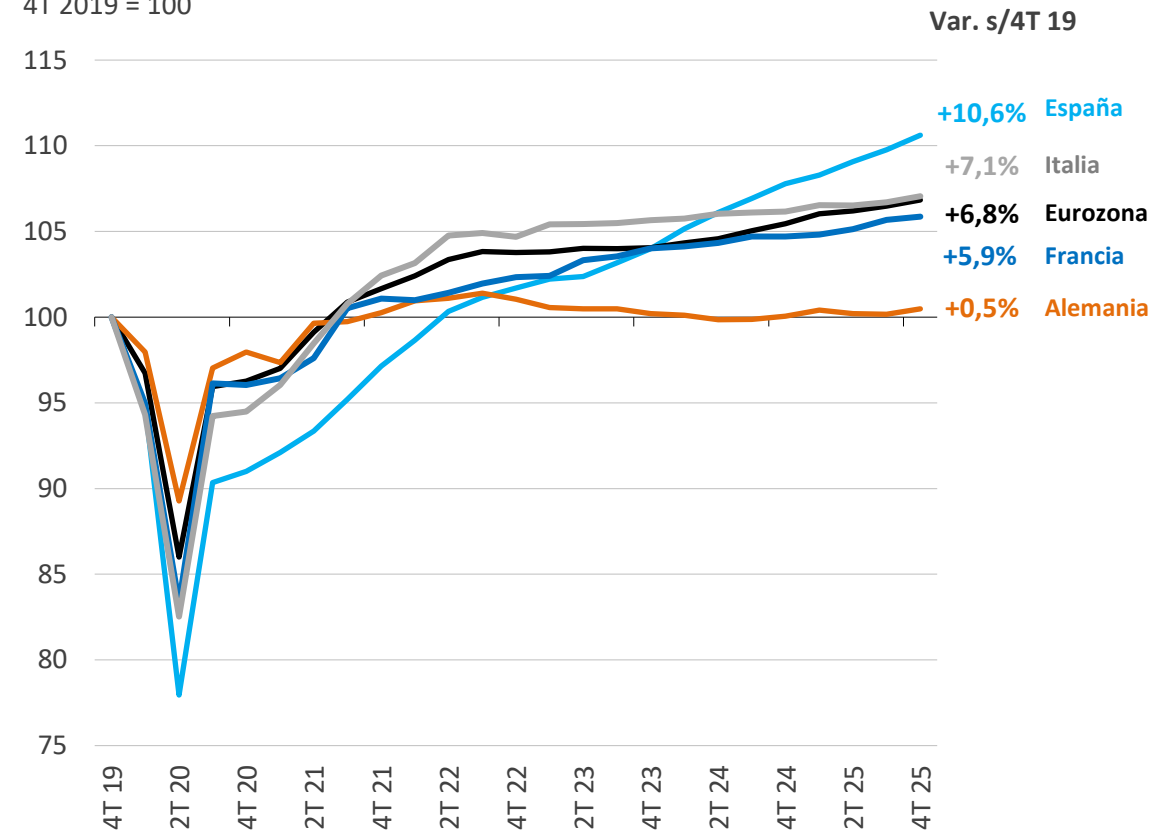
Variación anual en %



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Comparativa eurozona: PIB real

4T 2019 = 100



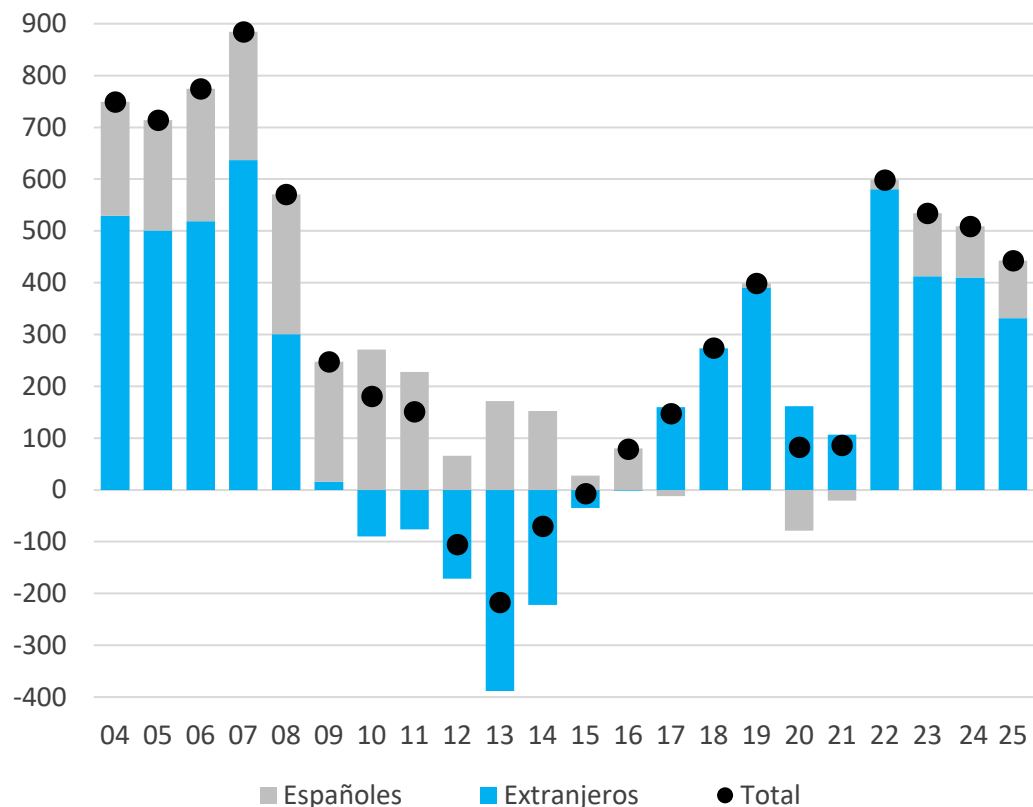
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

- ▶ El mayor dinamismo de España desde mediados de 2022 ha permitido situar el PIB en el 4T25 un 10,6% por encima del 4T19, mientras que la eurozona sólo lo supera en un 6,8%.

La economía española cuenta con “resortes internos” para hacer frente a un difícil entorno global

Población total

Variación anual en miles

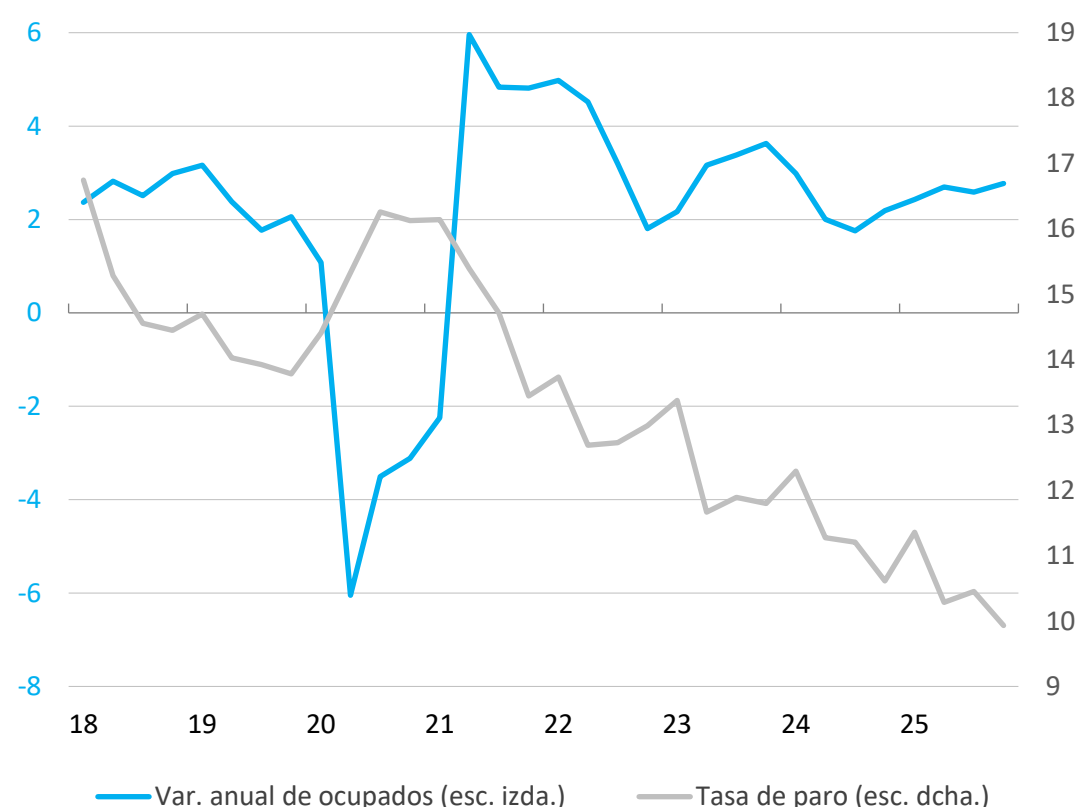


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ECP) Por nacionalidad.

Ocupados EPA y tasa de paro

Variación anual en %

Tasa de paro en %



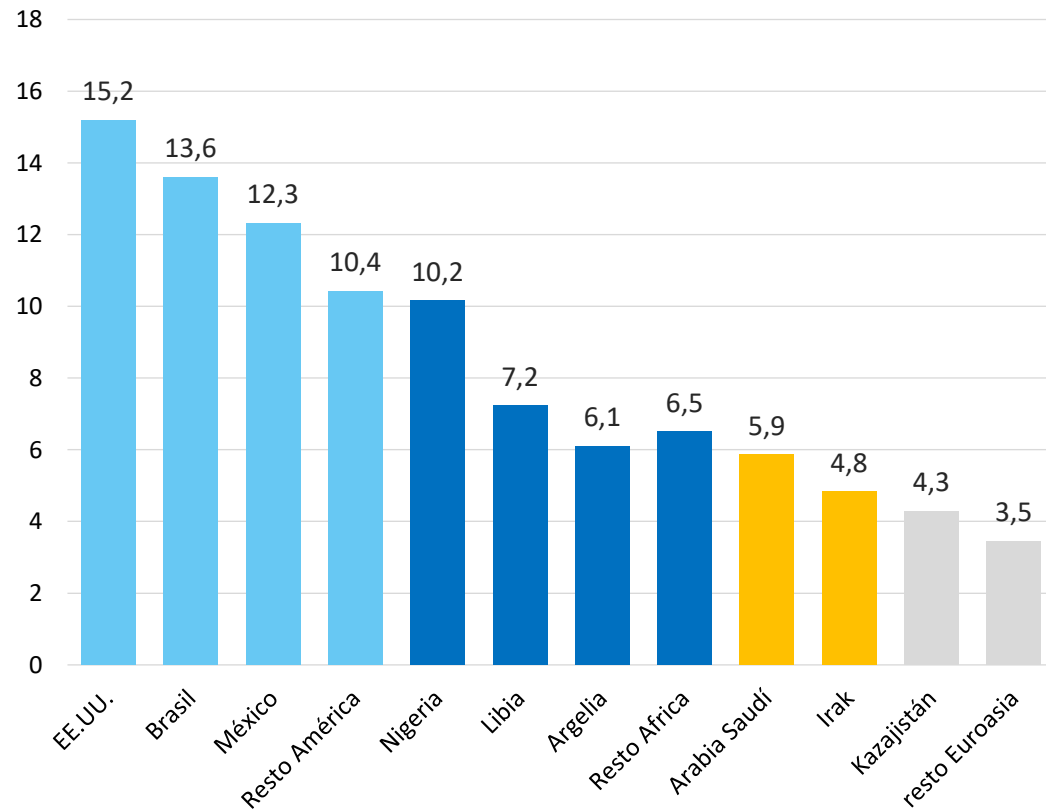
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

- ▶ El dinamismo demográfico y la fortaleza del mercado laboral favorecerán un buen tono del consumo. En 2025 la población creció en 442.000 personas (ECP) impulsada por los extranjeros (+4,8% vs. +0,3% los españoles; por país de nacimiento, la población nacida en España cayó en casi 100k, (-0,2%). Preveamos que la población siga creciendo a ritmos cercanos al 1,0% en 2026-27.
- ▶ La regularización de inmigrantes favorecerá un aumento de los cotizantes a las S.S, que saldrán de la economía sumergida.

Baja dependencia de España del suministro energético por Ormuz

Importaciones de crudo por países

En % del total

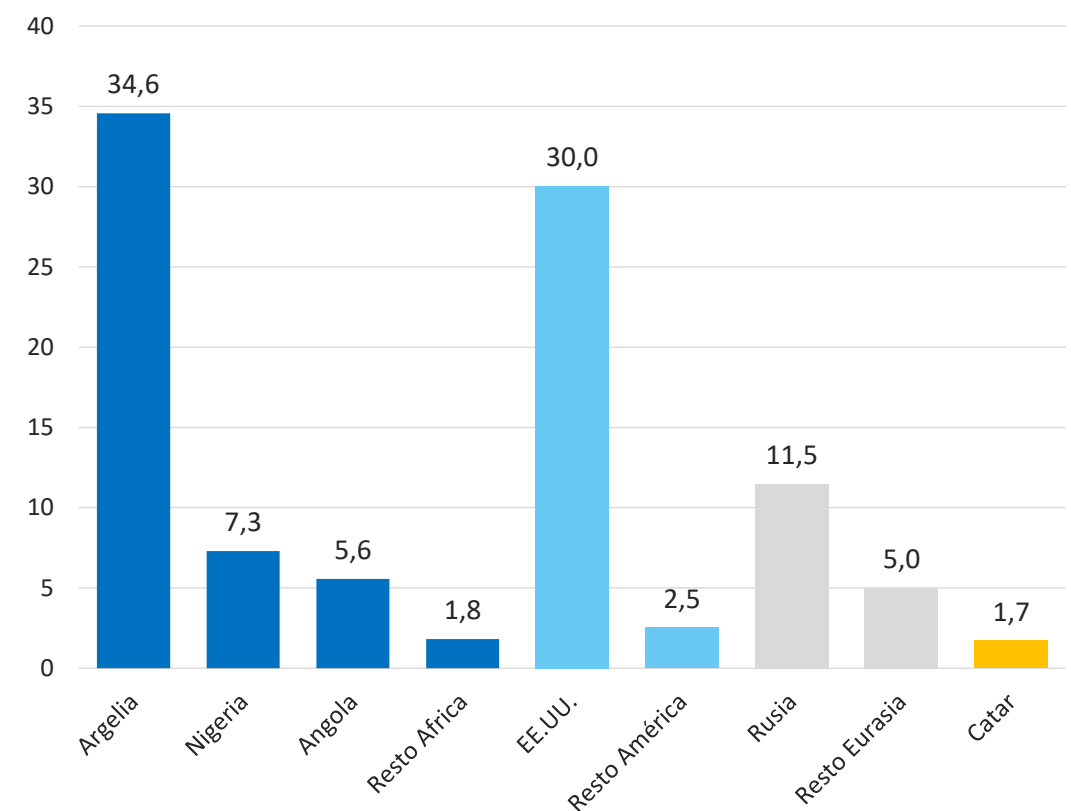


Nota: Datos de 2025.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de CORES.

Importaciones de gas natural por países

En % del total

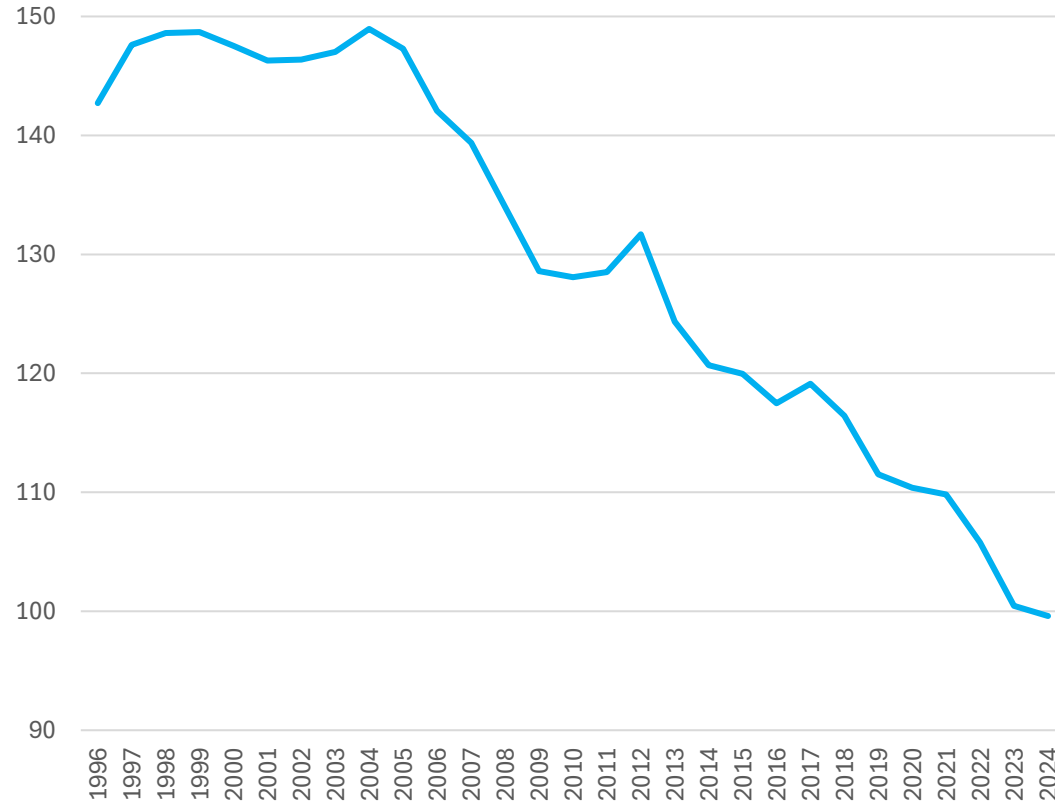


- ▶ La dependencia de España para el suministro de energía que llega por el estrecho de Ormuz es relativamente bajo (alrededor del 5% del petróleo y algo por debajo del 2% del gas natural licuado (GNL). En los últimos años, España ha reducido las importaciones de Rusia y aumentado significativamente la dependencia de EE.UU, especialmente en gas.
- ▶ Las reservas estratégicas de España, incluyendo las públicas (CORES) y las obligatorias de las empresas petroleras, ascienden a unos 100 días de consumo.

Menor intensidad y dependencia energética

España: intensidad energética

Unidades de energía por cada 1.000€ de PIB

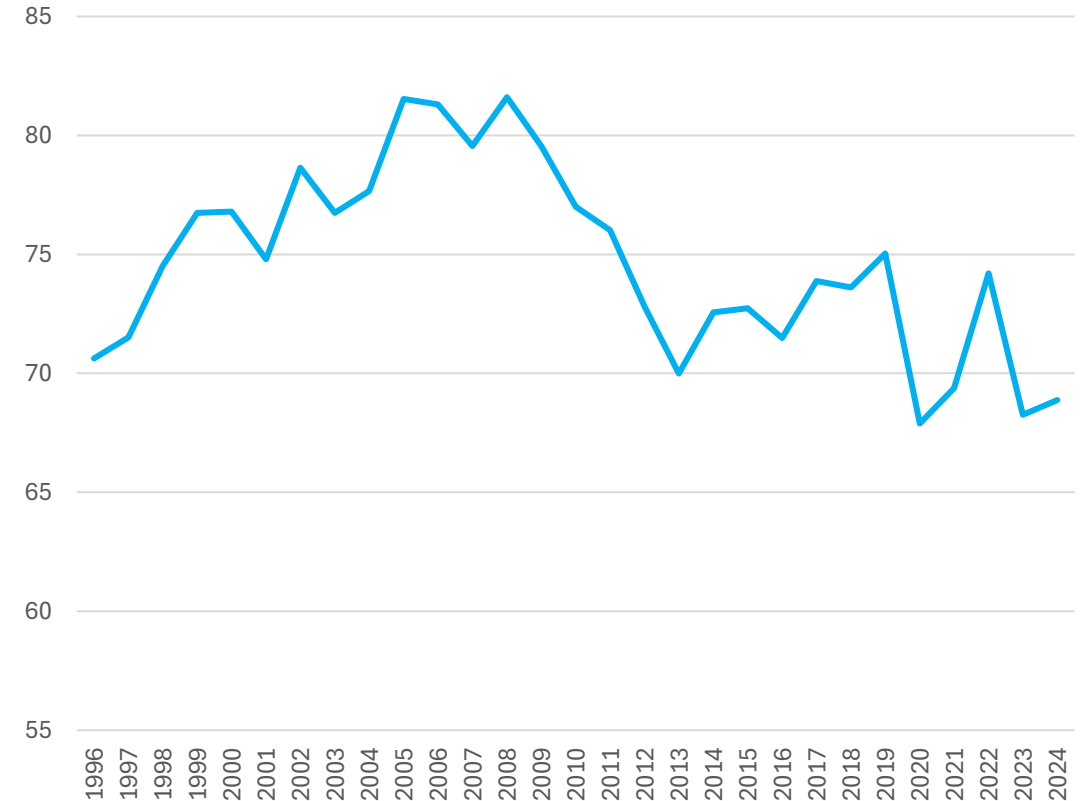


Nota: Energía medida en kg. de petróleo equivalente. El numerador corresponde a la energía bruta disponible (producción primaria, recuperación y reciclaje, importaciones netas y variación de existencias).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

España: dependencia energética

Importaciones de energía netas sobre energía bruta disponible (%)



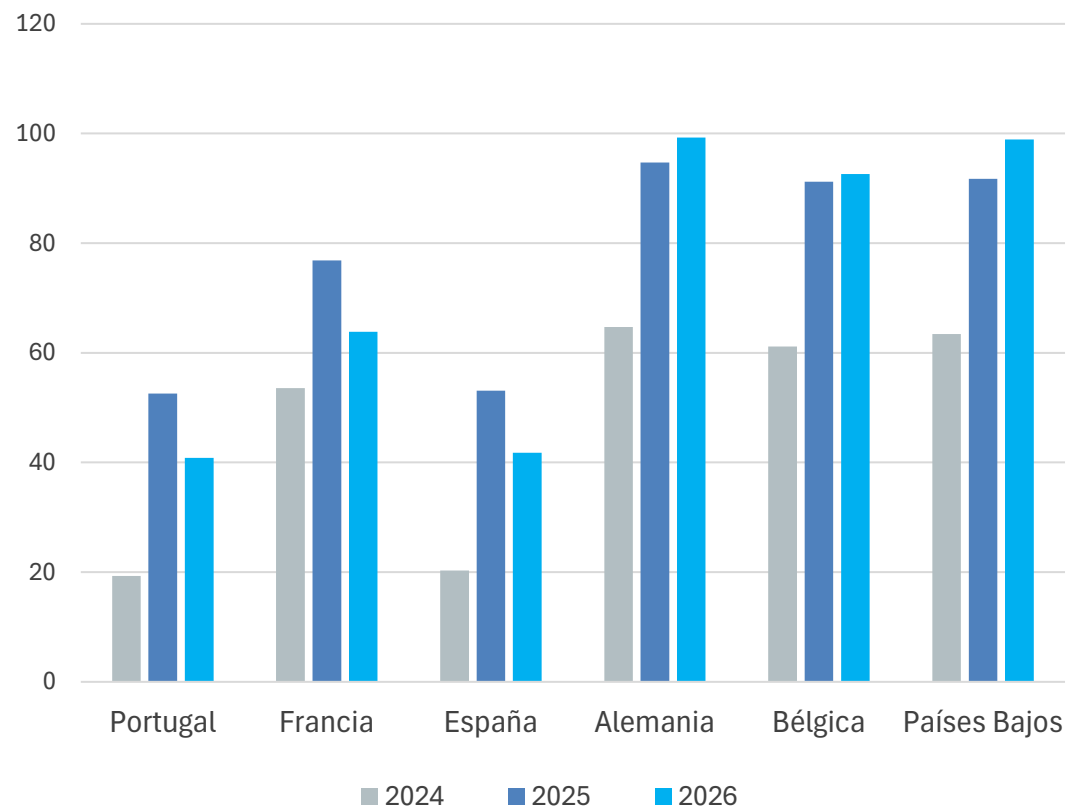
Nota: Energía bruta disponible incluye producción primaria, recuperación y reciclaje, importaciones netas y variación de existencias.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

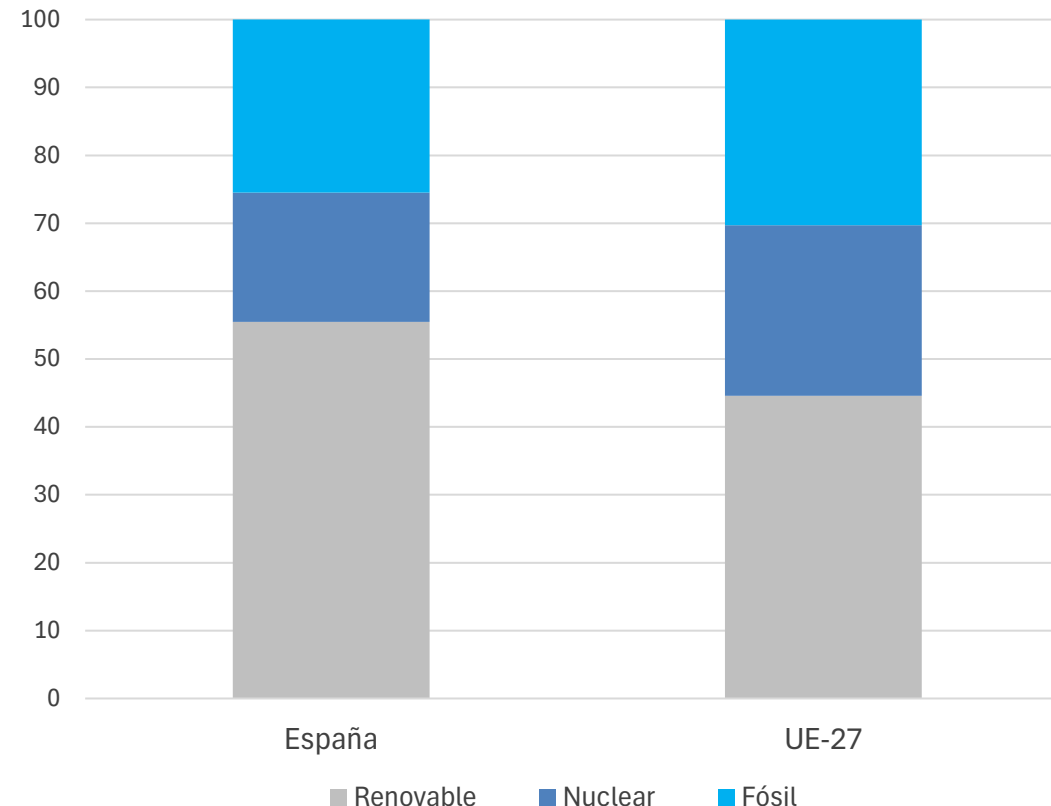
El mercado eléctrico español presenta una posición relativa favorable

Precios de la electricidad en el mercado mayorista en marzo

€/MWh



Estructura de la generación de electricidad (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de ESIOS-REE.

Nota: Datos promedio de 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de REE.

El Plan de respuesta a la guerra de Oriente Medio mitigará el impacto

El paquete moviliza en torno a 5.000 M€ ($\approx 0,3\%$ del PIB), bajo el supuesto de una duración hasta el 30 de junio de 2026.

Cláusula suspensiva para las rebajas fiscales: si en abril el IPC de la electricidad y/o de los carburantes no supera en más de un 15% al del mismo mes del año anterior, las rebajas fiscales en electricidad y/o carburantes dejarán de aplicarse en junio.

Rebajas fiscales

- ▶ Reducción del IVA electricidad del 21% al 10% (539 M€).
- ▶ Reducción del Impuesto Especial sobre la Electricidad del 5,11% al 0,5%.
- ▶ Suspensión del Impuesto sobre el Valor de la Producción de Energía Eléctrica (IVPEE) (450 M€).
- ▶ Reducción del IVA de carburantes del 21% al 10% (507 M€). Se estima que reduce el coste de la gasolina en 15 céntimos/litro.
- ▶ Reducción del Impuesto sobre Hidrocarburos al mínimo permitido por la UE (657 M€).

Medidas sectoriales

- ▶ Ayuda de 20 cts/l de gasóleo profesional para agrarios y transporte (367M).
- ▶ Ayuda a agricultores por fertilizantes (500M).
- ▶ Industria electro-intensiva: bonificación del 80% de los peajes eléctricos (220 M€).
- ▶ Compensación de costes indirectos de CO₂ a la industria (300 M€).

Medidas sociales

- ▶ Refuerzo del Bono Social Térmico (+90 M€) y mantenimiento del bono social eléctrico.
- ▶ Prohibición de cortes de suministros básicos.
- ▶ Prohibición de despidos en empresas beneficiarias de ayudas públicas.

Créditos ICO

- ▶ Línea de reavales gestionada por el ICO por hasta 2.000 M€, para facilitar la financiación de la compra de combustible por parte de los operadores del transporte (sin impacto directo en el déficit).
- ▶ Amplía en 300 M€ la línea de créditos ICO-MAPA-SAECA para el sector agroalimentario y pesquero.

Medidas estructurales

- ▶ Programa Auto+ para la compra de vehículos eficientes (400 M€).
- ▶ Medidas de almacenamiento subterráneo de gas (45 M€).
- ▶ Incentivos fiscales a la transición energética: deducciones en IRPF, libertad de amortización en el IS y bonificaciones en impuestos locales (IBI e Impuestos sobre Construcciones, Instalaciones y Obras).

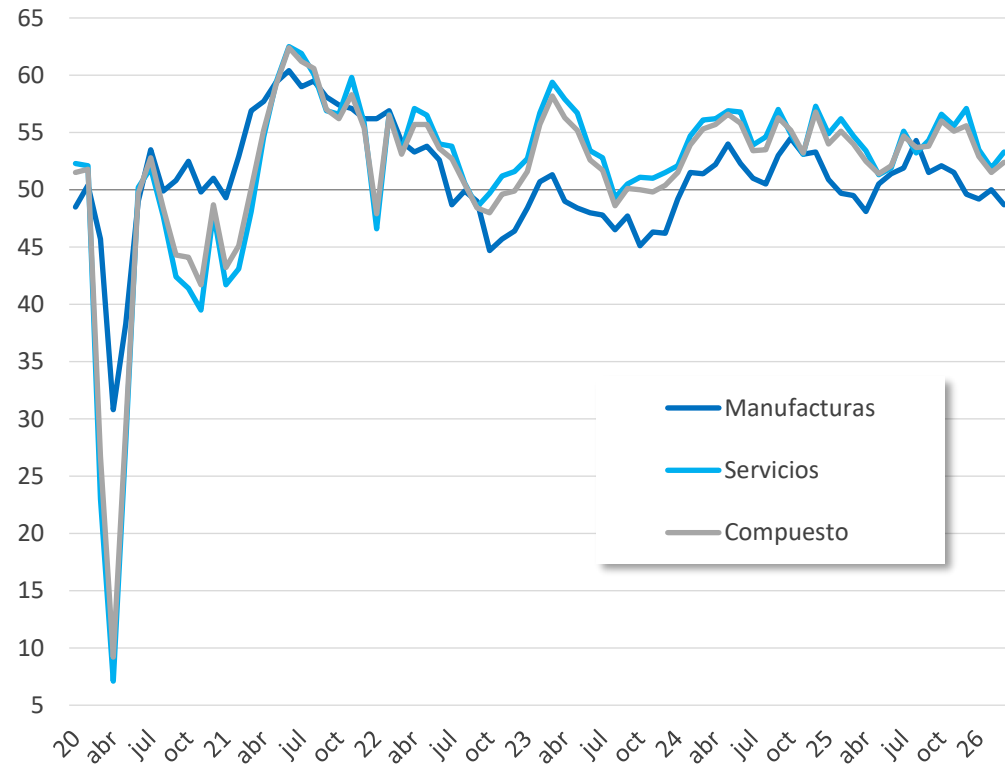
Valoración

- ▶ Es positivo aliviar la factura energética de los hogares. Con una duración aproximada de 3 meses, estimamos que las medidas podrían reducir el impacto del shock en 0,4 p. p., situando la inflación promedio de 2026 en torno al 3%.
- ▶ Amortiguará buena parte del shock sobre el PIB.
- ▶ Medidas fáciles de implementar pero poco focalizadas

No se percibe, por el momento, un impacto acusado de la guerra

PMI

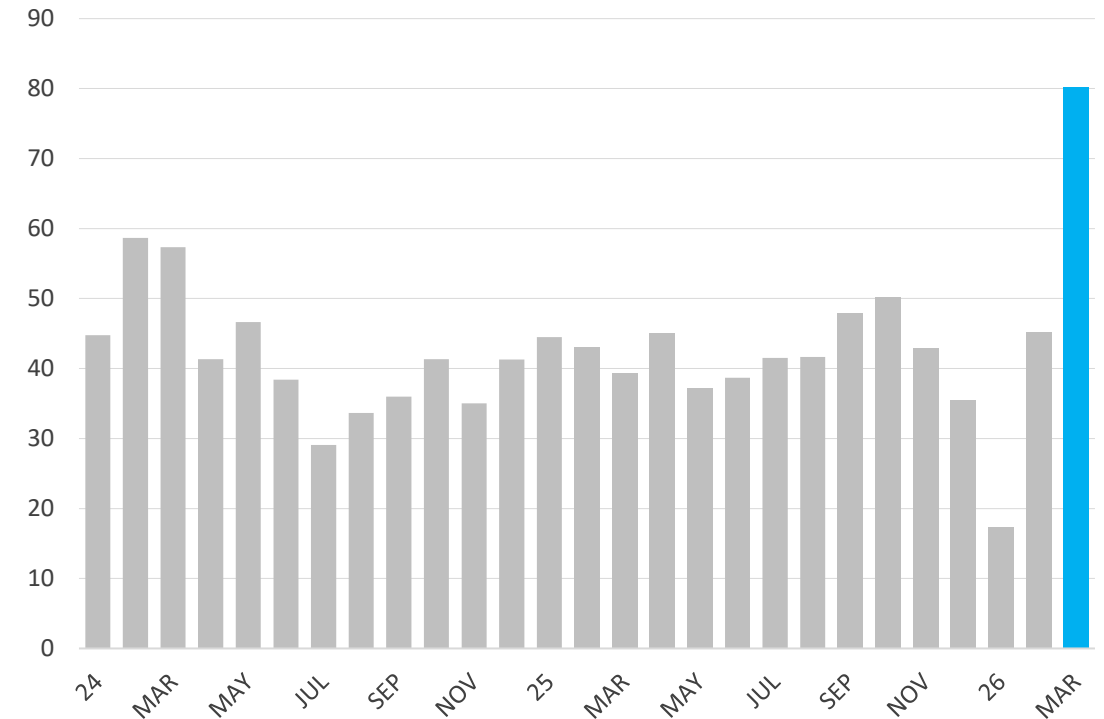
Nivel



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de S&P Global PMI.

Afiliados a las S.S

Variación mensual (miles)



Nota: Datos desestacionalizados..

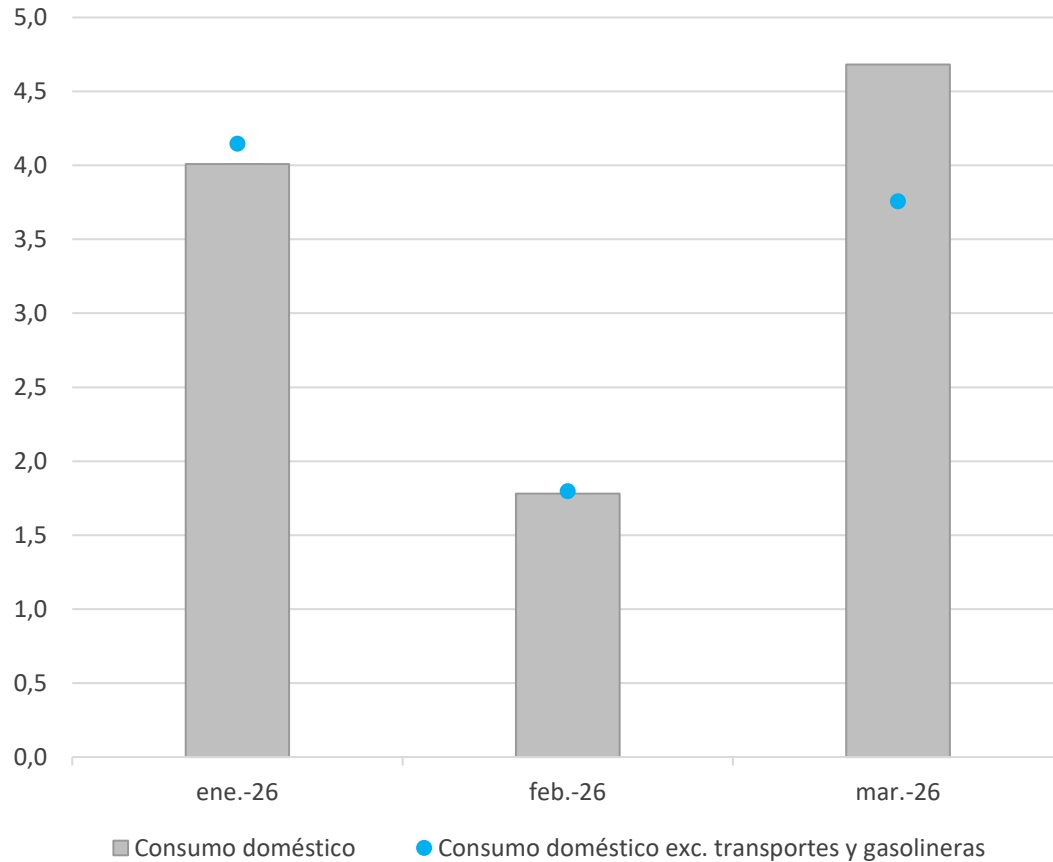
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de MSSM.

- ▶ El PMI de servicios continúa en zona expansiva (>50 puntos) e incluso aumenta hasta 53,3 puntos, desde 51,9 en febrero. El PMI de la industria manufacturera retrocede 1,3 puntos hasta 48,7 puntos.
- ▶ El crecimiento de la afiliación se acelera en marzo, con un aumento mensual de 80.273 (cve), el más intenso desde marzo de 2023, y el crecimiento interanual sube del 2,2% al 2,5%

El consumo doméstico remonta en marzo y el de extranjeros cierra fuerte el 1T

Monitor de Consumo CXBKR: Gasto doméstico

Variación interanual (%)

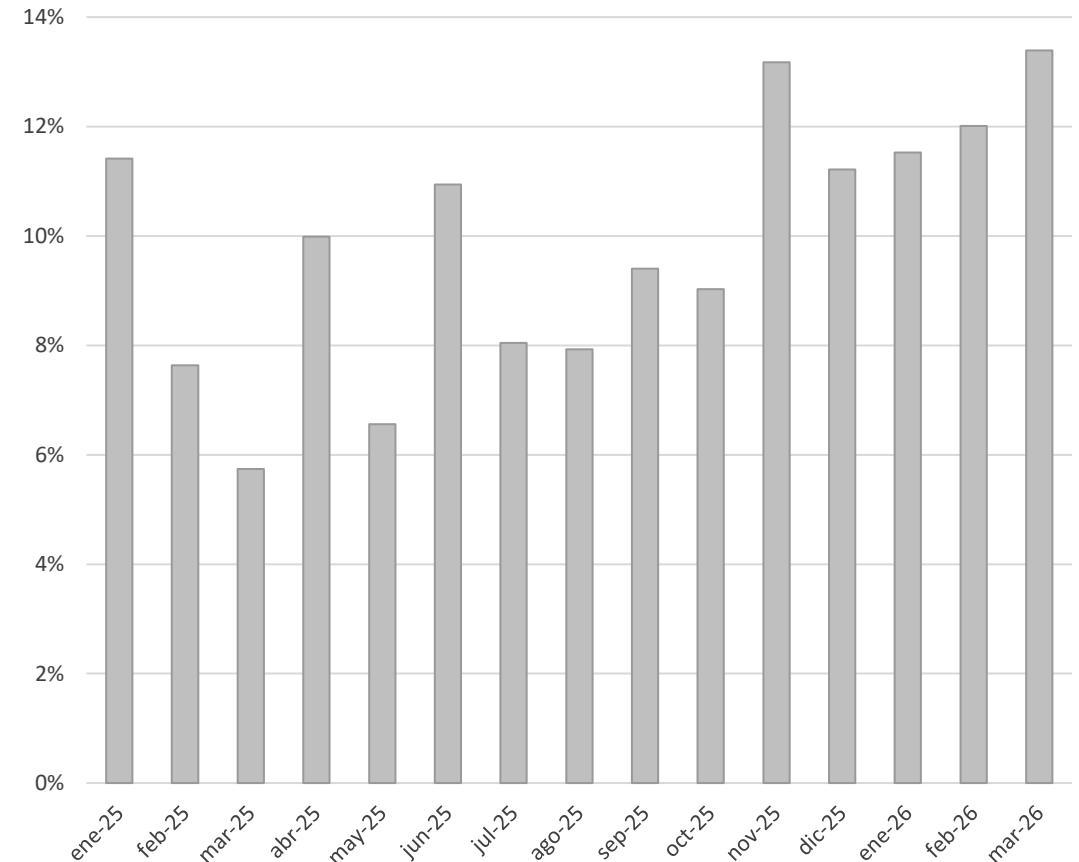


Notas: Variación interanual total doméstico: 4,0% en enero, 1,8% en febrero y 4,7% en marzo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

Gasto de extranjeros

Variación interanual (%)

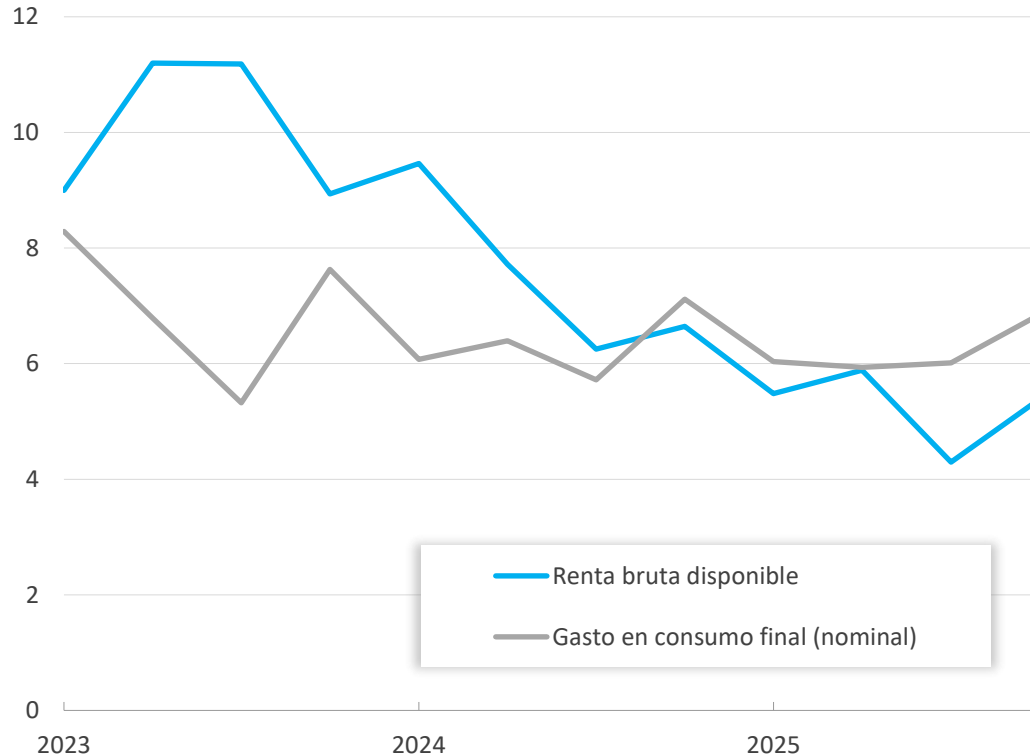


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

La aún elevada tasa de ahorro ofrece un colchón para sostener el consumo pese al repunte de la inflación

Renta bruta disponible y consumo

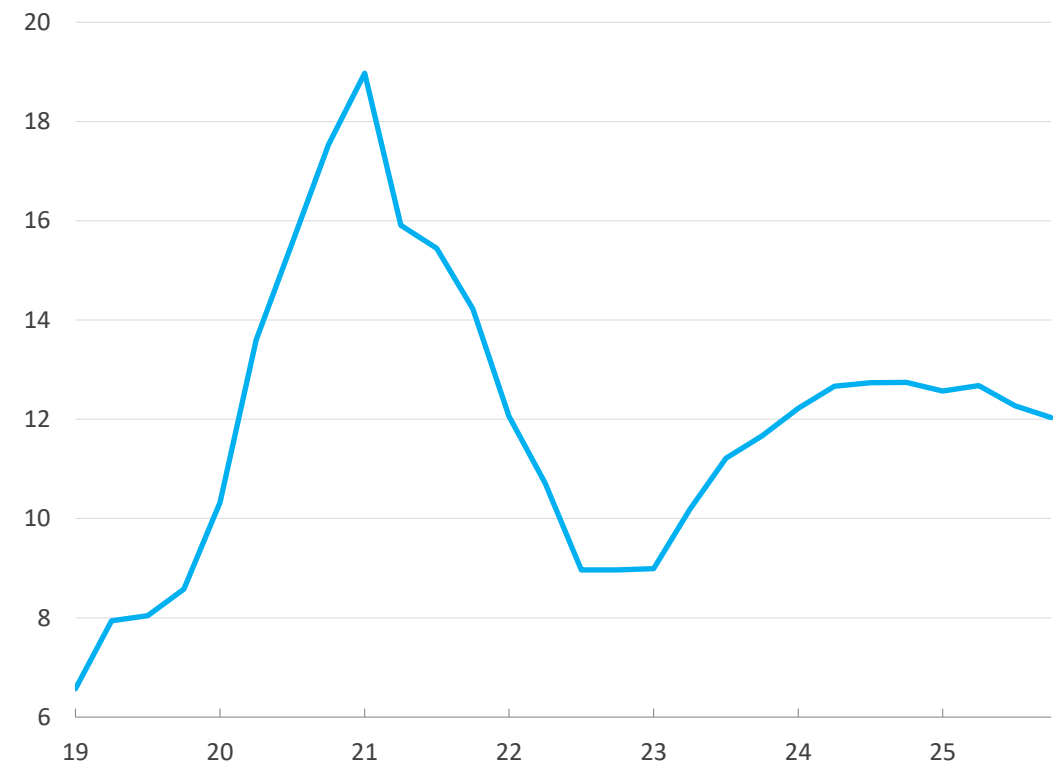
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Cuentas no Financieras).

Tasa de ahorro de los hogares

En % de RBD



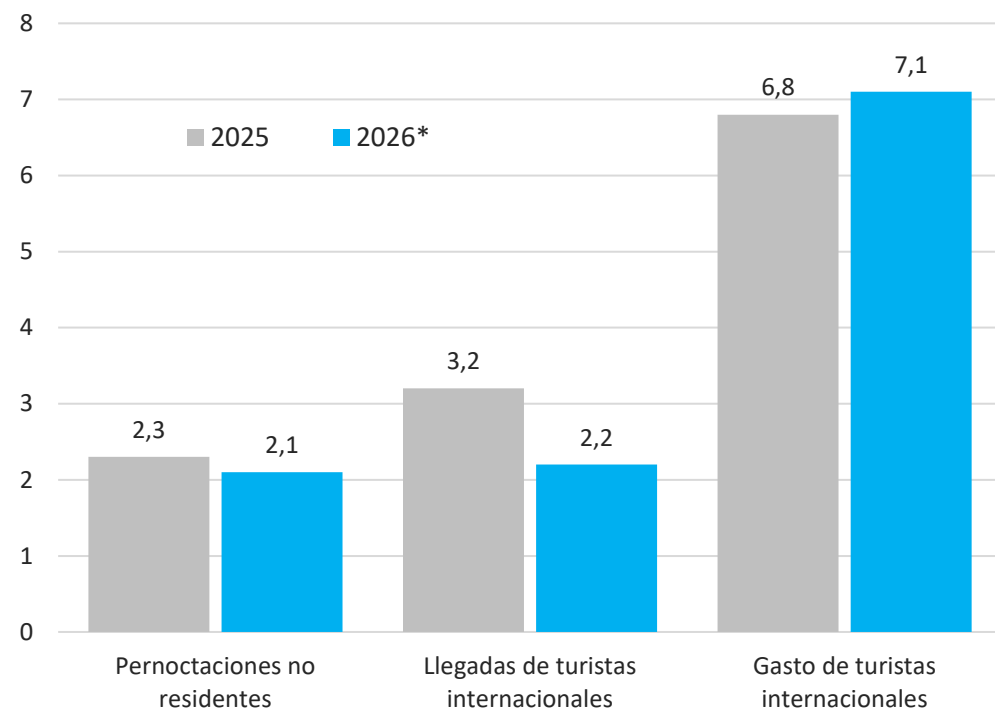
Nota: datos acumulados 4T.

- ▶ Gracias al notable aumento de las remuneraciones salariales (7,7%), la RBD se acelera en el 4T25 hasta una tasa interanual del 5,4%.
- ▶ Dado que el consumo sigue avanzando a buen ritmo y por encima de la RBD (6,8% interanual), la tasa de ahorro anota una ligera moderación, pasando del 12,3% en el 3T al 12,0%, niveles aún muy superiores a la media histórica.

España se posiciona como uno de los ganadores en el reajuste de flujos turísticos

Turismo extranjero en España

Variación interanual



Nota: Los datos de 2026 corresponden a enero y febrero.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Gasto turístico internacional por origen

Variación interanual

	Febrero 2026	Marzo 2026	Diferencia Marzo-Febrero
Total	10,7	11,2	0,5
Reino Unido	9,4	14,3	4,9
Francia	8,3	15,0	6,7
Alemania	7,8	12,5	4,8
Italia	12,1	7,3	-4,8
Resto Europa Occidental	7,0	9,6	2,6
Estados Unidos	8,6	9,8	1,1
Latinoamérica	26,6	24,8	-1,8
China	40,4	-8,9	-49,3
Corea del Sur	16,4	2,7	-13,7
Japón	29,7	-1,5	-31,3
Resto de Asia y Oceanía	28,9	4,3	-24,5
Oriente Medio	-1,8	12,7	14,6

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de TPVs CaixaBank

- ▶ En los primeros meses de 2026 todos los mercados, excepto los asiáticos afectados por el estallido de la guerra, han mostrado un notable dinamismo.
- ▶ Antes del inicio del conflicto en Irán el PIB turístico apuntaba a un crecimiento en 2026 de +2,1% . Se preveían 99 millones de llegadas internacionales, frente a 96,8 millones en 2025.
- ▶ El aumento del riesgo geopolítico redireccionará una parte del turismo internacional hacia España. Este efecto se vería mitigado parcialmente por el deterioro de la RBD en los países emisores y el encarecimiento del transporte aéreo. El efecto neto puede empujar las llegadas turísticas en 2026 por encima de los 100 millones.

El encarecimiento de la energía impulsa la inflación

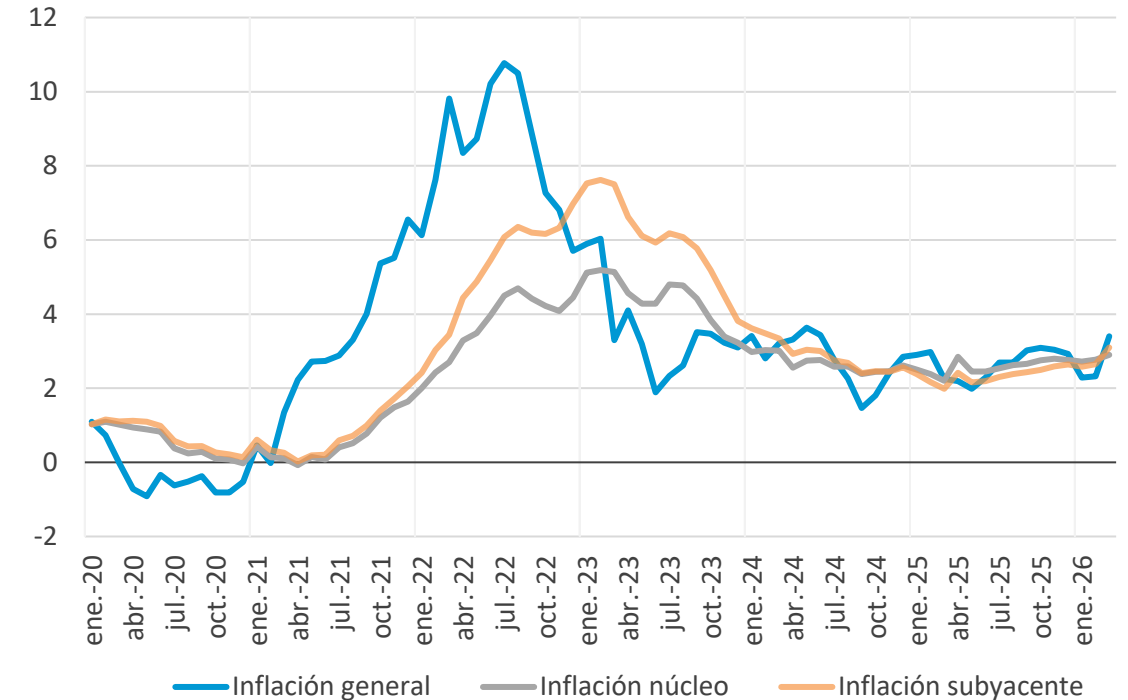
España: componentes de la inflación

(%)

	Promedio 2025	dic.-25	ene.-26	feb.-26	mar.-26
Inflación general	2,7	2,9	2,3	2,3	3,4
Inflación subyacente (sin alimentos no elaborados ni energía)	2,3	2,6	2,6	2,7	2,9
Inflación núcleo (sin alimentos ni energía)	2,6	2,8	2,7	2,8	3,1
• Bienes industriales	0,6	0,7	0,6	1,0	1,6
• Servicios	3,4	3,7	3,6	3,5	3,7
Alimentos	2,7	3,2	3,2	3,5	3,0
• Alimentos elaborados	1,4	2,1	2,1	2,3	2,3
• Alimentos no elaborados	6,1	6,2	6,1	6,5	4,8
Energía	3,4	3,4	-2,5	-3,1	7,3
• Electricidad	15,0	12,6	3,7	0,3	4,3
• Carburantes y combustibles	-3,2	-1,9	-6,3	-5,3	8,6

Inflación general, subyacente y núcleo

(%)



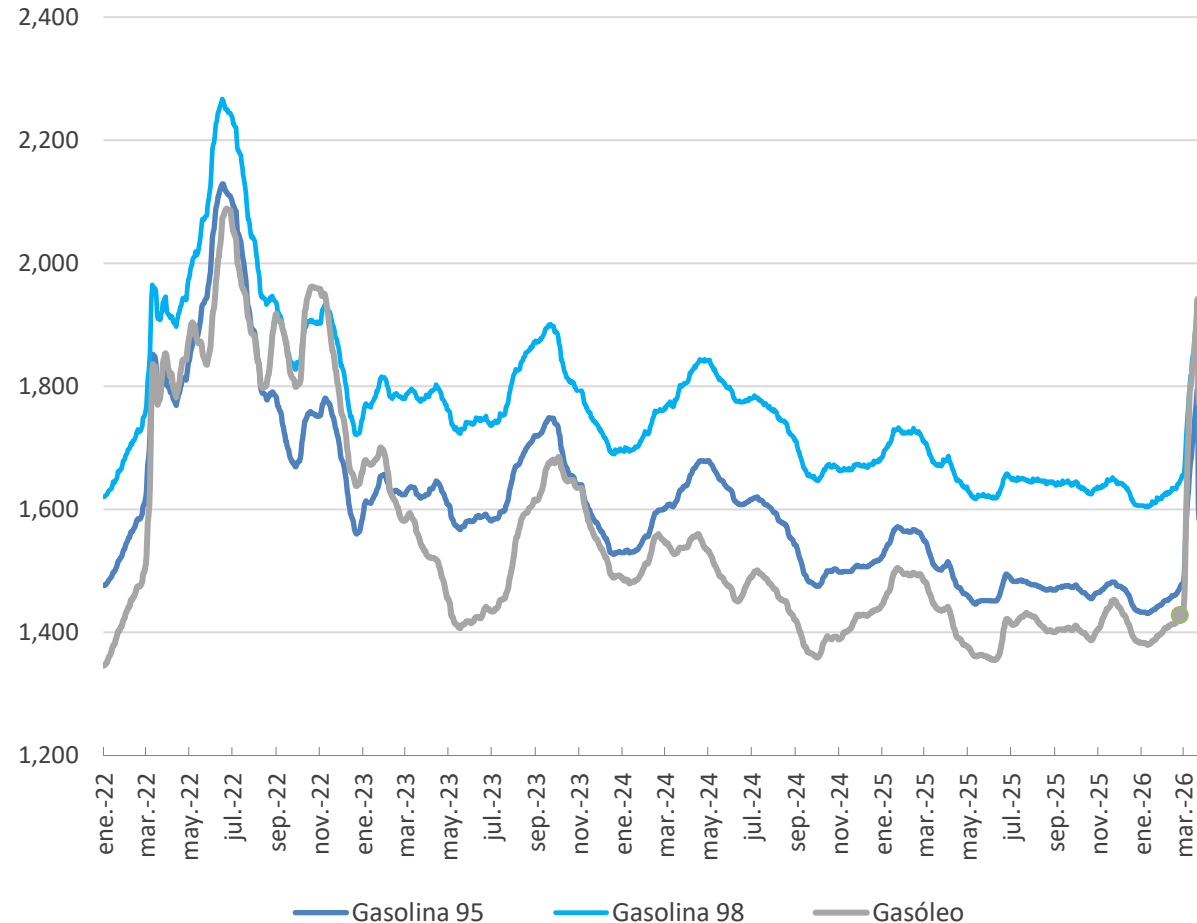
Nota: Inflación subyacente excluye energía y alimentos no elaborados. Inflación núcleo excluye energía y alimentos.

- ▶ **La inflación general sube en marzo 1,1 punto hasta el 3,4%** debido principalmente al componente energético.
- ▶ **La inflación media en 2026 podría situarse en torno al 3,0%.** Este cálculo supone que se cumplen los precios de la energía que se descuentan en el mercado de futuros y tiene en cuenta las medidas aprobadas por el gobierno - rebaja al IVA de los carburantes, el gas y la electricidad, y de los impuestos especiales sobre los hidrocarburos y la electricidad.
- ▶ **No esperamos que los efectos indirectos tengan un impacto material en 2026.** La experiencia del episodio inflacionista post-pandemia sugiere que la transmisión de un shock energético al resto de componentes no comienza a materializarse hasta transcurridos entre 9 y 12 meses.

El encarecimiento del petróleo se traslada a los productos refinados

Precios en gasolineras en España

€/litro



- ▶ Acusado repunte de los precios minoristas de los carburantes en España, en especial el gasóleo.
- ▶ La rebaja del IVA (del 21% al 10%) aplicado a los combustibles y del Impuesto Especial sobre los Hidrocarburos (IEH) ha amortiguado parcialmente el impacto de la subida.
- ▶ El precio promedio mensual de los combustibles subió en marzo un 18%, con notable diferencia entre el gasóleo (+24%) y la gasolina 98 (8%).
- ▶ En lo que llevamos de abril la subida respecto a febrero se ha estabilizado en el 18%; +29% en el caso del gasóleo y +4% en el de la gasolina 98

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de MITECO.

¡Muchas gracias!



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pódcast